

**ALCANCE DE LA PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA  
EN LAS ADQUISICIONES APALANCADAS**

The Scope of the Prohibition against Financial Assistance in Leveraged Acquisitions

Autores<sup>1</sup>:

***Pablo Sanz Bayón***

Universidad Pontificia Comillas

***Alberto Palomero Benazerraf***

Abogado. LLM International Business and Commercial Law (University of  
Manchester)

Trabajo publicado en *Aranzadi civil-mercantil. Revista doctrinal*, Nº 3, Vol. 2, 2013,  
págs. 69-104. ISSN: 2174-1840.

---

<sup>1</sup> Los autores agradecen los comentarios y sugerencias de los Profesores Dres. D. Abel Veiga Copo y D. Albert Sánchez Graells. En todo caso, las opiniones y cualquier error u omisión resultan exclusivamente imputables a los autores.

## **Resumen**

El presente trabajo explora críticamente el contenido y las excepciones de la prohibición de asistencia financiera en relación con las operaciones de adquisición apalancada, con el objeto de poner de relieve una serie de potenciales deficiencias que en su conjunto producen que la actual regulación no se ajuste al nivel de seguridad jurídica que exigen los operadores jurídicos. Adicionalmente, la legalidad de estas operaciones es discutida por una parte de la doctrina que observa en ellas un potencial fraude de ley debido a la dificultad de probar que la justificación de la estructura usada para la adquisición se funda en un motivo diferente de la asunción de deuda por la sociedad adquirida.

*Palabras clave:* Asistencia Financiera, Adquisición Apalancada, Fusión Apalancada, Derecho de Sociedades

## **Abstract**

This paper critically analyzes the scope and exceptions of the prohibition against financial assistance with a focus on Leveraged Buy Outs (LBOs) in the Spanish legal system. The authors endeavor to point out potential deficiencies that prevent the current legal framework from meeting the desirable legal certainty standards pursued by legal operators. Moreover, the legality of these operations is being questioned by a significant portion of legal scholars, who identify a significant risk of legal avoidance, since proving that the operation is made due to economic reasons different than the mere leveraging of debt can be difficult.

*Keywords:* Financial Assistance, Leveraged Buy-out (LBO), Forward Merger LBO, Corporate Law

## Sumario

1. Introducción 2. Antecedentes y fundamento de la prohibición de asistencia financiera 3. Contenido de la prohibición 3.1 Anticipo de fondos 3.2 Concesión de préstamos 3.3 Préstamo de garantías 3.4 Cláusula de cierre 3.5 Elemento finalista 4. Excepciones a la prohibición 4.1 Negocios a favor del personal de la empresa 4.2 Operaciones efectuadas por bancos y otras entidades de crédito en las operaciones ordinarias de su objeto social 4.3 Operaciones complejas destinadas a modificaciones estructurales, reestructuraciones o saneamiento de empresas en dificultades 5. Asistencia financiera en las fusiones apalancadas 6. Consecuencias de la vulneración de la prohibición 7. Conclusiones Bibliografía

### 1. Introducción

En el mercado de las adquisiciones de sociedades cobran especial protagonismo las adquisiciones apalancadas, denominadas en el argot financiero como “*Leveraged buy-out*” (LBO). Esta modalidad de adquisición de empresas se caracteriza por la toma de control de una mayoría del capital social de la sociedad objetivo (Target), mediante la utilización por el adquirente de fondos procedentes, en su mayor parte, de fuentes de financiación ajenas que serán amortizadas, total o parcialmente, con ingresos o flujos de caja de la Target obtenidos por la explotación del negocio de la Target (mediante reparto de dividendos o concesión de un préstamo), bien con la garantía, o incluso con la enajenación de algunos de sus activos<sup>2</sup>. Básicamente por ello puede afirmarse que los LBO tienen como resultado que el adquirente traslade sobre el patrimonio de la Target el coste de su adquisición<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> Mercado promovido en España por firmas internacionales de inversión de capital privado (*private equity*) y de capital riesgo (*venture capital*) que operan en la ejecución de estrategias de crecimiento, entre las que destacan los LBO, tanto para la expansión como para la diversificación, por la ventaja consistente en no exigir un desembolso inicial para el adquirente de tal forma que éste no necesita destinar un volumen importante de sus recursos para hacerse con las acciones o participaciones de una sociedad que estratégica u operativamente le interese. Para ampliar información sobre este mercado en España, se recomienda consultar la web de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI): <http://www.ascrri.org/> (Visitada por última vez el día 30 de enero de 2013).

<sup>3</sup> Sobre el concepto de LBO, FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, “La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones como obstáculo a ciertas compras apalancadas de empresas, o leveraged buy-outs”, *Revista de Derecho Mercantil*, N° 232, 1999, págs. 578 y sigs. Por otra parte, es preciso no confundir la prohibición de asistencia financiera con otras operaciones mercantiles que sí están perfectamente permitidas a la hora de realizar adquisiciones societarias, como los denominados

Así, la principal característica del LBO consiste en que la posibilidad de obtener financiación no se apoya en la solvencia económica de la entidad adquirente sino en la capacidad de generación de circulante y de la protección ofrecida por el valor de los activos de la sociedad adquirida. A través de las adquisiciones apalancadas suelen perseguirse varios beneficios. Por una parte, la reducción del valor líquido invertido para producir una mejora en la tasa de retorno en términos porcentuales. Se busca además, que el propio flujo de caja generado por la Target sirva para hacer frente a las deudas de adquisición<sup>4</sup>. A ello se suma el efecto económico que supone que un solo inversor pase a controlar una gran parte de los títulos, lo que se traduce en unos menores costes de agencia<sup>5</sup> porque induce a una mayor disciplina por el alto nivel de endeudamiento y acostumbra a la empresa a operar con mayor economía sobre todo aquello que guarda relación con los costes generales<sup>6</sup>.

La cuestión problemática emerge al recurrir la sociedad adquirente a los activos y a los flujos de caja de la Target para garantizar la deuda que ha generado la financiación

---

*Management buy-in (MBI), Management buy-out (MBO) o la combinación de las anteriores (BIMBO).* En las MBI, un grupo de inversores totalmente ajenos a la sociedad la adquieren y, en consecuencia, toman su control accediendo a ella en calidad de administradores. En los MBO, el equipo directivo se hace con el control de la Target, pasando de administradores a la condición de socios. En los BIMBO, el grupo de adquirentes está compuesto tanto por antiguos administradores de Target como por inversores externos. Además, también podemos distinguir otros subtipos como los *Leverage Employee buy-out (LEBO)*, que es la compra realizada por los empleados de la empresa o los *Institutional buy-out (IBO)*, realizados por promotores internacionales. Otro posible ámbito son las operaciones de “public to private”, transacciones consistentes en la adquisición de una sociedad cotizada para su posterior exclusión de negociación, adquisición que requiere la formulación de una oferta pública de adquisición de acciones (OPA) de la Target. Aunque con frecuencia las operaciones de *public to private* son realizadas con la intervención de una entidad de capital riesgo, VIVES RUIZ, *Las operaciones de “public to private” en el derecho de OPAS español*, Pamplona, 2008, pág. 24, señala que no se pueden identificar completamente con operaciones LBO. Aunque comparten naturaleza y objetivos, no toda operación de “public to private” está dirigida ni promovida por una entidad de capital riesgo, aun siendo frecuente, ni en todo LBO la sociedad Target es una sociedad cotizada.

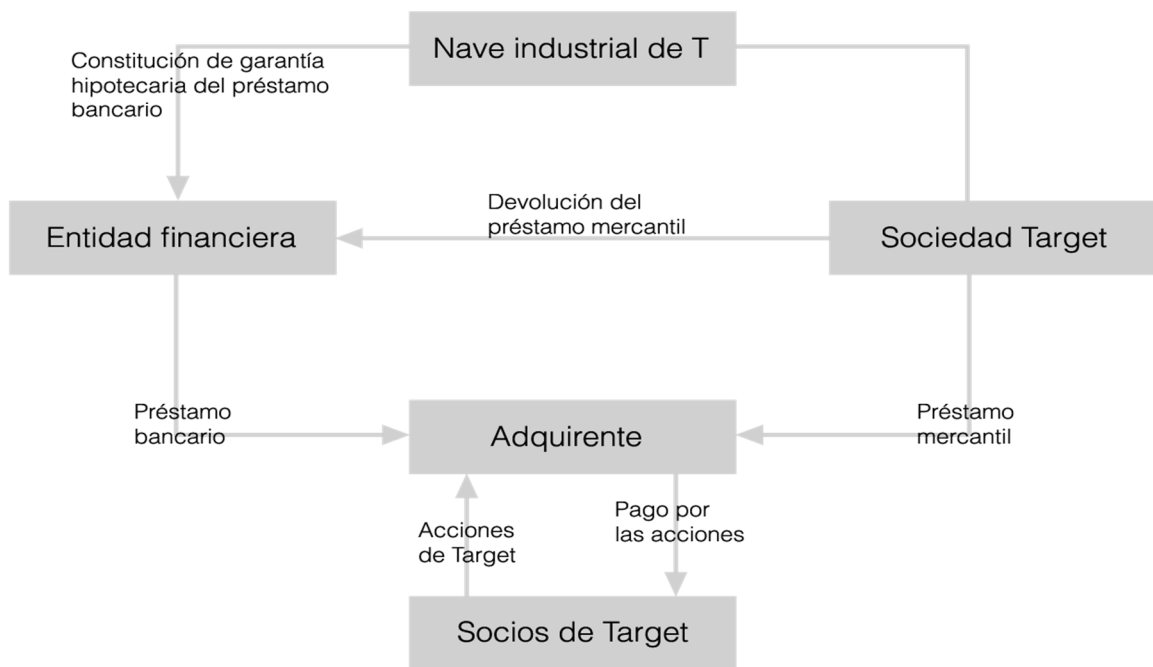
<sup>4</sup> Como señala MANZANO FRÍAS, “La evolución de las operaciones de Leveraged Buy Out y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera”, *Estabilidad Financiera*, N° 13, 2007, pág. 33 y sigs., las clases de deuda que componen esta clase de operaciones son varias: por un lado tenemos la deuda senior (*senior debt*) y por otro la deuda subordinada (*second lien debt, mezzanine, payment-in-kind notes*). La *senior debt* tiene como garantía los activos de la Target y, generalmente, se fracciona en varios tramos, en función del tipo de amortización y del plazo de vencimiento. El plazo de la denominada *mezzanine debt* excede habitualmente de los cinco años y se amortiza al vencimiento. La *second lien debt* es un híbrido entre la *senior debt* y la *mezzanine debt*, y los derechos de sus tenedores, en el caso de liquidación de los activos, se sitúan detrás de los de la *senior debt*. Las denominadas *payment-in-kind-notes (PIK)* son deuda que lleva aparejada una opción para el tenedor para ser pagada con bonos o con acciones, acumulando efectivo y principal de la deuda.

<sup>5</sup> A propósito de las ventajas, EASTERBROOK y FISCHER, *La estructura económica del derecho de las sociedades de capital*, Fundación Cultural del Notariado, Madrid, 2002, cit., págs. 142-143, comentan que en las LBOs, el notable aumento de la *ratio* deuda/capital constriñe a los administradores a un mayor control por parte de los prestamistas lo cual puede convertirse en un poderoso incentivo para una gestión más eficiente.

<sup>6</sup> Cfr. FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, “La prohibición...”, cit., pág. 615.

para su adquisición. Esta circunstancia, entre otras, es la que explica la cautela en su tratamiento legal y judicial respecto al acogimiento de este tipo de prácticas<sup>7</sup>.

### Adquisición apalancada con asistencia financiera



Este mercado de adquisiciones apalancadas está estrechamente conectado con la problemática de la asistencia financiera que -como se analizará más detalladamente- se entiende como cualquier operación o negocio sobre las propias acciones o participaciones que implique responsabilidad patrimonial de una sociedad por la deuda contraída por un tercero con motivo de su adquisición. Esto es, que la sociedad realice un acto cuya función sea la de financiar la adquisición por parte de un tercero (que puede ser un adquirente que ya fuera socio), asumiendo con ello algún coste, real o

<sup>7</sup> Cfr. MORALEJO MENÉNDEZ, “Comentario al art. 150 LSC”, en ROJO y BELTRÁN (Coords.), *Comentarios a la Ley de Sociedades de Capital*, Pamplona, 2011, págs. 1152-1153. Por su parte, VICENT CHULIÁ, *Introducción al Derecho Mercantil*, 16ª ed., Valencia, 2003, pág. 342, opina que la prohibición de asistencia financiera ha sido aplicada con todo rigor, sin hacer un análisis de jurisprudencia de intereses, como sucede con el caso “Industrial Cocktelera, S.L.” (RDGRN de 1 de diciembre de 2000, BOE de 24 de enero de 2001). Sobre las ventajas y riesgos de las operaciones de adquisición apalancada, véase SEGURA DE LASSALETTA, “Las operaciones de adquisición apalancada. Cuestiones generales”, en TRÍAS SAGNIER (Coord.), *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España. Entidades y operaciones*, Madrid-Barcelona, 2006, pág. 142 y sigs.

potencial, de la misma<sup>8</sup>. Constituye una figura de construcción esencialmente doctrinal que suscita en la práctica no pocos problemas interpretativos debido en parte a la insuficiencia de normas imperativas que la regulan, la ausencia de desarrollo normativo y el exiguo tratamiento de la jurisprudencia española<sup>9</sup>. De ahí el interés que adquiere clarificar su concepto y alcance con el fin de detectar potenciales deficiencias en su configuración como prohibición legal.

En el presente trabajo nos aproximaremos críticamente a la situación actual de la prohibición de asistencia financiera, tratando de clarificar las difusas descripciones que el legislador ha previsto en su redacción y que pueden provocar inseguridad jurídica. Además, analizaremos las operaciones de LBO y examinaremos el impacto que el art. 35 LME ha tenido tanto sobre ellas como sobre el debate doctrinal existente acerca del posible fraude de ley en operaciones de este tipo.

## **2. Antecedentes y fundamento de la prohibición de la asistencia financiera**

Para una aproximación más completa de esta materia resulta preciso tener presente la evolución e influencia que el derecho comunitario tiene en el ordenamiento español en lo que concierne al derecho de sociedades y en particular a la problemática de la asistencia financiera. Su prohibición fue incorporada al ordenamiento español a raíz de su origen en el derecho británico<sup>10</sup>, precursor en su regulación<sup>11</sup>, y su posterior

---

<sup>8</sup> Vid. PAZ-ARES y PERDICES, “Los negocios sobre las propias acciones”, en URÍA, MENÉNDEZ y OLIVENCIA (Dir.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Tomo IV, vol. 2º B, Madrid, 2003, págs. 401-402 y 493-494. Para más información, el estudio de referencia de todos los negocios sobre las propias acciones, PAZ-ARES, “Negocios sobre las propias acciones”, en AAVV, *La reforma del derecho español de sociedades de capital*, Madrid, 1987.

<sup>9</sup> Cfr. LÓPEZ ANTÓN y HERRERO MAZARÍO, “Estructuras más usuales para implementar un LBO en España”, *Revista Española de Capital Riesgo*, Nº 3, 2007, pág. 53.

<sup>10</sup> Como regla general, no se prohíbe a una *private company* prestar asistencia financiera a un tercero para la adquisición de acciones propias (Companies Act 2006 Section 678). Respecto a las *public companies*, se prohíbe que presten asistencia financiera para la adquisición de acciones propias, pero tal prohibición no tiene carácter absoluto, ya que existen importantes excepciones que flexibilizan el régimen de la prohibición –*purposes exceptions*– permitiendo aquellos actos o negocios cuyo propósito principal no sea el de prestar asistencia financiera para la adquisición de acciones propias o tal asistencia sea una parte incidental de una operación con un propósito mayor. A este respecto, DAVIES y WORTHINGTON, *Gower and Davies: Principles of Modern Company Law*, 9ª ed., Londres, 2012, Capítulo 13, y en general, sobre la aportación del derecho inglés en materia de asistencia financiera, FERNÁNDEZ DEL POZO, “Gran Bretaña: reflexiones en torno a la disciplina de la asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, Nº 49, 1993, págs. 263-270, FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, “Los negocios de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones en Gran Bretaña”, *Derecho de los Negocios*, Nº 73, 1996, págs. 1-5, MULLERAT BALMAÑA, “La asistencia financiera para la adquisición de acciones propias. La Directiva CEE, el derecho español y el derecho inglés”, *Derecho de los Negocios*, Nº 12, 1990-1991, págs. 10-16. Todos estos autores ya advertían, hace dos décadas, que la jurisprudencia debía precisar los límites de su ámbito, cuestión que muy parcialmente

integración en el derecho comunitario a través de la Segunda Directiva de 13 de diciembre de 1976 (77/91/CEE)<sup>12</sup>.

En el derecho español, el principio de la prohibición de asistencia financiera tuvo su entrada en 1989 a través de la LSA (art. 81) refundida junto con la LRSL de 1995 (art. 40) por la Ley de Sociedades de Capital (Real Decreto Legislativo 1/2010 de 2 de julio) que la regula en sus arts. 143.2 y 150<sup>13</sup>. Esta disposición legal prohibitiva, así como sus supuestos de excepción, han sufrido una progresiva flexibilización que encuentra su explicación en el exceso de liquidez que precedió a la actual crisis financiera y que se concentró en gran medida en los mercados de fusiones y adquisiciones (M&A).

---

ha sido cumplida porque la normativa vigente sigue presentando hoy numerosos problemas interpretativos, no sólo en el derecho español.

<sup>11</sup> Especialmente cita el origen británico, FLORES DOÑA, “Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias”, en ALONSO UREBA (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo II, vol. 2, 1994, págs. 1383 y sigs. y FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, *La asistencia financiera para la adquisición de acciones/participaciones propias*, Granada, 2001, págs. 19 y sigs. En rigor, aunque la presente normativa comunitaria sobre esta materia tiene su precursor directo en el derecho británico, no podemos olvidar que la prohibición fue también concebida originariamente en el derecho italiano. El art. 2.358 del Codice Civile es la disposición reguladora de la prohibición de asistencia financiera y fue reformada por el Decreto Legislativo de 4 de agosto de 2008 para su adaptación a la Segunda Directiva. Su tenor literal establece que la sociedad no puede, directa o indirectamente, acordar préstamos ni prestar garantías para la adquisición o la suscripción de sus propias acciones salvo que la junta lo autorice y los administradores sociales emitan su informe prescriptivo. A este respecto, GIANNINO, “The regulation of LBOs under English and Italian Company Law”, Working Paper, marzo 2006:

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1448719](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1448719)

<sup>12</sup> Modificada por la Directiva 2006/68/CE de 25 de septiembre de 2006, en el sentido declarado por la Comunicación de 21 de mayo de 2003 remitida al Consejo y al Parlamento Europeo por la Comisión: “contribuyendo considerablemente a fomentar la eficiencia y la competitividad de las empresas, sin reducir la protección que se ofrece a accionistas y acreedores”. Esta Directiva, cuyo precedente es la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo presentada por la Comisión con fecha 21 de septiembre de 2004 recogió las recomendaciones del Informe Winter, comisión designada por la Comisión Europea para la reforma y modernización del Derecho de Sociedades europeo, identificando distintas áreas que debían ser objeto de reforma entre las cuales figuraba la modificación del régimen de adquisición de acciones propias y de asistencia financiera. A este respecto, WYMEERSCH, “Reforming the Second Company Law”, *Financial Law Institute*, Universiteit Gent, 2006:

<http://ssrn.com/abstract=957981>

Para ahondar en toda la evolución y desarrollo histórico de esta figura jurídica se recomienda la consulta de las dos monografías españolas más exhaustivas sobre esta materia: BAYONA GIMÉNEZ, *La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Monografía de la Revista de Derecho de Sociedades N° 19, 2002; y VAQUERIZO ALONSO, *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Madrid, 2003, pág. 49 y sigs.; así como la consulta de VELASCO SAN PEDRO, “La reforma de la asistencia financiera en Europa”, en *Documentos de Trabajo de Derecho Mercantil*, Universidad Complutense de Madrid, 2006, pág. 12 y sigs.

<sup>13</sup> En el ámbito de las sociedades de responsabilidad limitada la prohibición es más estricta puesto que tampoco podrá facilitar asistencia financiera para la adquisición de sus propias participaciones o de las participaciones creadas o las acciones emitidas por la sociedad del grupo a que la sociedad pertenezca. Sin embargo, una interpretación estricta del art. 143.2 LSC podría dificultar la finalidad de la ley. Para un análisis crítico de la asistencia financiera intragrupo, nos remitimos a ORTIZ MÁRQUEZ, “La asistencia financiera intragrupo. Comentario a la Sentencia de la Audiencia Nacional de 25 de septiembre de 2008”, *Revista de Derecho de Sociedades*, N° 34, 2010, págs. 399-420, quien mantiene, en consonancia con la doctrina mayoritaria, que la asistencia intragrupo, salvo que se trate de persona interpuesta, no afectará necesariamente al capital de la Target, sino, en todo caso, al de la sociedad asistente, de ahí que su rigor sea excesivo y precise una flexibilización.

Actualmente, si bien ha descendido el volumen de este tipo de operaciones a causa de la presente crisis financiera, no por ello ha dejado de ser relevante su incidencia en el régimen de la prohibición legal, puesto que desde un punto de vista estrictamente jurídico su fundamento se ordena al mantenimiento de la integridad del capital social y la protección de los accionistas y acreedores sociales contra las prácticas potencialmente fraudulentas de los operadores jurídicos<sup>14</sup>. El riesgo para la integridad del capital y la solvencia de la sociedad adquirida frente a sus acreedores (preexistentes) se manifestará cuando el adquirente pretenda amortizar la deuda con cargo a los recursos patrimoniales y flujos de caja de la Target o cuando las entidades de crédito pretendan incluir dentro del paquete de garantías de la financiación activos de la Target.

Así, en opinión de un importante sector doctrinal<sup>15</sup>, lo que constituye el elemento central en la configuración de la asistencia financiera es la interrelación que debe producirse entre el negocio de asistencia financiera y el negocio de adquisición de las acciones por el tercero<sup>16</sup>. Por tanto, como veremos en el siguiente apartado, el concepto de asistencia financiera contendrá todas aquellas operaciones de naturaleza económica realizadas por la Target que tengan como resultado una atribución patrimonial, potencial o efectiva, al tercero que posibilite la adquisición por éste de las acciones de la sociedad y cuya finalidad sea precisamente una causa de favor.

La prohibición de asistencia financiera queda enmarcada sistemáticamente en la regulación de los negocios sobre las propias acciones, por lo que no cabe aislarla para su interpretación<sup>17</sup>. En efecto, los negocios sobre las propias acciones suponen la

---

<sup>14</sup> En su Resumen de 2010, la ASCRI reconoció una notable mejoría en cuanto a las operaciones de *buy-outs*, sobre todo de gran tamaño, después de que tocaran fondo en 2009. Sin embargo, la financiación bancaria para las operaciones apalancadas, según afirma el Informe de 2012 sigue siendo difícil de conseguir: se syndica entre varios bancos y el *equity* aportado en cada operación es mucho mayor que antes. El volumen de las operaciones en 2011 fue de 2.182,3 millones de Euros, ligeramente inferior al de 2010, que fue de 2.185,4. Informe ASCRI 2012: [http://www.ascr.org/upload/documentos/20120919\\_132807\\_1038460997.pdf](http://www.ascr.org/upload/documentos/20120919_132807_1038460997.pdf) (visitada por última vez el día 30 de enero de 2013).

<sup>15</sup> Cfr. BAYONA GIMÉNEZ, cit., pág. 304.

<sup>16</sup> Así pues, la asistencia financiera se configura como una operación de carácter triangular bajo dos negocios jurídicos: (1) la asistencia financiera entre la sociedad y el tercero asistido y (2) la adquisición de acciones, entre el tercero asistido y uno o varios accionistas y/o la sociedad. Por “tercero” debe entenderse toda persona física o jurídica, con independencia de que esta persona sea o no accionista de la sociedad cuyas acciones se adquieren, y que actúe por cuenta propia, esto es, que adquiera las acciones para sí mismo.

<sup>17</sup> Cfr. VAQUERIZO ALONSO, cit., pág. 230, BAYONA GIMÉNEZ, cit., pág. 224, TRIAS SAGNIER, cit., pág. 172 e HIDALGO ROMERO y MOYA YOLDI, “Consideraciones sobre la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias a la luz de la tramitación parlamentaria del proyecto de ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles”, *Revista Aranzadi Doctrinal*, Nº 1, 2009 (BIB 2009/242), pág. 4. Para un análisis más detallado sobre la autocartera, véase



sustitución de un activo rentable para los socios por un activo sobre el que se cierne la duda acerca de su posible realización. En el extremo, la sociedad que empleara la totalidad de sus activos en adquirir acciones propias quedaría totalmente vacía y sus acreedores no tendrían con qué resarcirse de sus créditos. Observados desde otro ángulo, los negocios sobre las propias acciones, en particular la adquisición derivativa, constituyen una distribución selectiva de beneficios o una amortización parcial y temporal del capital social. Por esta razón, el legislador ha puesto ciertos límites a los mismos, impidiendo a las sociedades anónimas la adquisición de autocartera si la sociedad no dispone de beneficios o reservas libres equivalentes a los fondos que emplea en adquirir acciones propias, con los cuales sea capaz de dotar la reserva indisponible a la que se refiere el art. 148 c) LSC.

En este sentido, tanto la regulación de la adquisición derivativa como la prohibición de asistencia financiera pretenden evitar el perjuicio de los acreedores sociales, quienes verían cómo la solvencia de la sociedad queda mermada al destinarse una parte de los fondos que ya posee, o de los que es capaz de obtener a través del endeudamiento, a una finalidad desligada de su objeto social y materializada en un activo que el legislador juzga como ficticio. Por todo ello, la prohibición viene justificada, entre otras finalidades, por la necesidad de garantizar los principios de realidad e integridad del capital social -tanto en su dimensión de capital productivo destinado a la realización del fin social como en la cifra de garantía- de tal forma que se evite el agotamiento del capital al mismo tiempo que se protegen los intereses de los socios minoritarios y de los terceros acreedores<sup>18</sup>.

La regulación del capital social es un sistema destinado a ofrecer seguridad en el tráfico a través de la preservación de la solvencia de las sociedades de capital garantizando la correspondencia inicial entre capital y patrimonio social<sup>19</sup>. Con dicha prohibición se acentúa el carácter público del interés tutelado por la disciplina contable

---

VÁZQUEZ CUETO, *Régimen Jurídico de la Autocartera*, Madrid, 1995. Una crítica a la asimilación del fundamento de la prohibición de la asistencia financiera a los propios del régimen de la autocartera puede verse en VELASCO SAN PEDRO, cit., págs. 17-18.

<sup>18</sup>Cfr. TRÍAS SAGNIER, “La problemática de asistencia financiera”, en TRÍAS SAGNIER (Coord.), *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España. Entidades y operaciones*, Madrid-Barcelona, 2006, pág. 160.

<sup>19</sup> Por un lado, a través de las reglas que obligan a la suscripción íntegra y a la realización de la aportación patrimonial por parte de los suscriptores a una valoración adecuada. Por otro, las normas destinadas a impedir una distribución de dividendos excesiva, reparto que estará prohibido cuando el valor del patrimonio contable neto resulte ser, a consecuencia del reparto, inferior al capital social, regla recogida en el art. 273.2 LSC y que tiene su fuente en el art. 15.1 de la Segunda Directiva.

en el sentido de evitar que las sociedades vean disminuido su patrimonio como consecuencia de servir ellas mismas de respaldo y apoyo en su propia adquisición por parte de un tercero inversor, conducta que falsearía la información que transmite el capital social<sup>20</sup>. No obstante, conviene aclarar que las adquisiciones apalancadas no están prohibidas por nuestra legislación, siempre que se acuda a estructuras societarias que garanticen suficientemente esos intereses jurídicos, como sucede con las fusiones apalancadas (*forward merger* LBO). En este sentido hay que ubicar el art. 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales (en adelante LME<sup>21</sup>), el cual prevé unos mecanismos de control específicos que buscan proteger los intereses de socios y acreedores.

Tres han sido los riesgos que el legislador ha apreciado en esta clase de operaciones y que han servido de fundamento para la articulación de la prohibición general<sup>22</sup>. En primer lugar, desde una perspectiva organizativa, este tipo de operaciones presentan un potencial riesgo de abuso de poder por parte del órgano de administración sobre la junta general. La prohibición persigue evitar que los administradores, en abuso de sus funciones, puedan utilizar la asistencia financiera para asegurar su posición en la misma facilitando la adquisición de acciones a personas próximas a ellos e incluso a personas interpuestas que, directa o indirectamente asuman el compromiso de apoyar su gestión, creando así clientelas favorables dentro de la junta general de accionistas en quebranto de la paridad de trato<sup>23</sup>.

En este sentido, la norma parece estar destinada a proteger la función organizativa del capital y a garantizar una debida neutralidad de los administradores respecto de la composición del accionariado<sup>24</sup>. Consecuentemente, desde esta perspectiva, la regla tiene la finalidad de prevenir un conflicto de intereses entre administradores y

---

<sup>20</sup> Cfr. BISBAL, "El interés público, protegido mediante la disciplina de la contabilidad", *Revista de Derecho Mercantil*, Nº 231, 1999, págs. 261, 269 y 287 y LLEBOT MAJÓ, "La geometría del capital social", *Revista de Derecho Mercantil*, Nº 231, 1999, págs. 60-61.

<sup>21</sup> Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (LME).

<sup>22</sup> Vid. VÁZQUEZ CUETO, cit., pág. 481.

<sup>23</sup> Cfr. GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, "Comentario al art. 81 LSA", en *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas* ARROYO, I., y EMBID IRUJO, J.M., (Coord.), 2ª ed., Madrid, 2009, págs. 4 y 5. En el mismo sentido se manifiesta VAQUERIZO ALONSO, cit., pág. 481, FERNÁNDEZ DEL POZO, cit., pág. 811 y sigs., y FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, *La asistencia*, cit., pág. 66 y sigs.

<sup>24</sup> Cfr. VELASCO SAN PEDRO, cit., pág. 18.

accionistas, pretendiendo impedir que aquéllos utilicen los fondos sociales para configurar a su voluntad la composición de los titulares del capital social<sup>25</sup>.

En segundo lugar, existe un evidente riesgo de entrar en concurso de acreedores por parte de la Target. La Target arriesga su patrimonio para que la adquirente se haga con el control de la misma, pudiendo vulnerar así su objeto social y comprometiendo sus activos a la devolución de un crédito ajeno lo que trae como posible consecuencia la incursión en concurso de acreedores<sup>26</sup>. El alto endeudamiento generado por estas operaciones puede perjudicar la capacidad de la Target para afrontar sus obligaciones de pago y, por consiguiente, las legítimas expectativas de cobro de sus acreedores<sup>27</sup>.

Por último, otro de los fundamentos de la norma prohibitiva guarda relación con los mercados de valores, tratando de evitar que mediante la asistencia financiera se realicen actos de manipulación del mercado bursátil<sup>28</sup>. Así, la prohibición pretende evitar que la asistencia financiera se emplee con una finalidad especulativa, estimulando artificiosamente la demanda de acciones con la finalidad de incrementar su valor de cotización<sup>29</sup>. En este mismo ámbito, la norma prohibitiva hay que considerarla como un instrumento para evitar que la asistencia financiera de acciones propias se use como medida anti-OPA, bien provocando la subida de la cotización de las acciones con la finalidad de persuadir a los accionistas para que no acudan a la OPA, bien facilitando la

---

<sup>25</sup> En este sentido, TRÍAS SAGNIER, cit., pág. 162.

<sup>26</sup> No pretendemos negar la posibilidad de que las sociedades realicen operaciones financieras sobre el propio capital social. No obstante, es conveniente recordar el deber de respeto al interés social que deben guardar los administradores con la sociedad y que se pone en riesgo con la realización de operaciones de asistencia financiera. Para un análisis más detallado sobre el interés social véase SÁNCHEZ GRAELLS y MARCOS FERNÁNDEZ, "Necesidad y sentido de los consejeros independientes. Dificultades para el trasplante al derecho de las sociedades cotizadas españolas", *Revista de Derecho Mercantil*, Nº 268, 2008, pág. 507 y sigs.

<sup>27</sup> Sobre la deriva concursal de esta clase de operaciones, se recomienda la lectura de SÁNCHEZ-CALERO y FERNÁNDEZ TORRES, "*Fusiones apalancadas, asistencia y concurso (Oportunidad y acierto del art. 35 LME)*", Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil (2011/38) de la Facultad de Derecho de la Universidad Complutense de Madrid, págs. 36-49. En derecho estadounidense, SCHILLING, "Ambiguity and Bad Policy: Should § 546(e) of the Bankruptcy Code be Applied to Leveraged Buyouts of Private Companies?", *De Paul Business & Commercial Law Journal*, Vol. 9, 2011, pág. 478, señala la posibilidad de que los tribunales declaren el concurso como culpable si se demuestra que la deuda contraída por la Target era inasumible a causa de una operación de asistencia financiera.

<sup>28</sup> A este respecto, FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, *La asistencia*, cit., pág. 73 y sigs.

<sup>29</sup> Cfr. VÁZQUEZ CUETO, cit., pág. 482. La moderna regulación del abuso de mercado, contenida en la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de enero de 2003 e incorporada con anticipación en nuestro ordenamiento a través de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre de 2002, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, pretende prevenir la manipulación de las cotizaciones bursátiles, entre otros medios a través de la utilización indebida de la autocartera.

adquisición de acciones por un tercero de confianza o conveniencia que impida el éxito de la OPA<sup>30</sup>.

En nuestra opinión todos estos fundamentos, en su conjunto, justifican la normativa vigente como un instrumento fundamental del derecho societario para la protección de socios y acreedores. No obstante entendemos que la prohibición sólo debería entrar en juego cuando el ordenamiento jurídico no cuente con instrumentos más adecuados y suficientes para tutelar las consecuencias de determinadas operaciones. Nos referimos a la protección prevista por la actual normativa sobre fusiones, el principio de integridad del capital social, la responsabilidad de los administradores, el derecho a la información, la normativa concursal, el principio de paridad de trato o el principio interpretativo del contrato de sociedad, que constituyen el sometimiento de todas las decisiones al interés social<sup>31</sup>.

Además, cabe señalar que en algunos supuestos, una operación de LBO puede resultar beneficiosa para socios y acreedores. Si la Target estuviera en situación cercana al concurso de acreedores, la operación de adquisición de ésta por parte de otra sociedad podría procurarle recursos suficientes para impulsar de nuevo su actividad económica<sup>32</sup>. Por tanto, no es conveniente entender que estas operaciones son siempre perjudiciales para la Target. Será necesario examinar cada caso de forma individualizada.

### **3. Contenido de la prohibición**

Como acabamos de avanzar, la prohibición de asistencia financiera pretende evitar que el capital destinado a la adquisición de otra sociedad, en lugar de ser nutrido por aportaciones externas de la adquirente, se financie con cargo al patrimonio de la Target<sup>33</sup>. El art. 150 LSC prevé una serie de prohibiciones específicas y una cláusula de cierre que pretende completar el marco legal para esta clase de operaciones, evitando así la creación de posibles lagunas legales.

---

<sup>30</sup> Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, “Revisión crítica de la prohibición de asistencia financiera”, *Revista de Derecho de Sociedades*, Nº 3, 1994, págs. 173-174.

<sup>31</sup> Cfr. VIVES RUIZ, cit., págs. 134-135, quién mantiene que la normativa prohibitiva de la asistencia financiera sólo se justifica de forma propia y autónoma ante la insuficiencia de las aproximaciones anteriores.

<sup>32</sup> A este respecto, y en clave de análisis financiero y contable, SUDARSANAM, WRIGHT y HUANG, “Target bankruptcy risk and its impact on going private buyout performance and exit”, *Corporate Governance: An International Review*, Nº 3, Vol. 19, 2011, pág. 242.

<sup>33</sup> Vid. PAZ-ARES, “Negocios jurídicos sobre las propias acciones” en *La reforma del derecho español de derecho de sociedades de capital*, AAVV, Madrid, 1987, pág. 473 y sigs.; GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, cit., pág. 5.

### 3.1 Anticipo de fondos

La problemática que encierra esta prohibición reside en su escasa o nula definición jurídica. Nuestro ordenamiento mercantil no aporta definición alguna sobre qué debe entenderse por “anticipo de fondos”, probablemente debido a una deficiente transposición de la Segunda Directiva que nuestro legislador no ha sido capaz de subsanar<sup>34</sup>. Esto dificulta considerablemente el conocimiento tanto de su contenido como de sus consecuencias jurídicas, y por tanto, es susceptible de generar inseguridad jurídica.

La doctrina ha tratado de poner fin a esta incertidumbre aunque no ha sido de manera unánime. Un sector de la misma entiende que la expresión “anticipo de fondos” debe referirse a una relación contractual concreta. Es decir, que la Target, mediante un contrato de préstamo, coloca una cantidad de dinero a disposición de la sociedad adquirente anticipando así los mencionados fondos<sup>35</sup>.

No obstante, otro sector doctrinal aboga por entender que el legislador utilizó la palabra “anticipar” para referirse al pago anticipado de deudas no vencidas<sup>36</sup>. En este caso, la Target pagaría por adelantado deudas contraídas con la sociedad adquirente para facilitar así el acceso a la liquidez necesaria que la sociedad adquirente necesitará para ejecutar la operación. Los pagos anticipados por parte de la Target, como ya señalamos con anterioridad, podrían producir un perjuicio para otros acreedores, que verían así reducidas sus posibilidades de cobro, y más teniendo en cuenta que la finalidad del adelanto de estos pagos sería ajena al tráfico mercantil habitual de la sociedad en cuestión.

No han faltado autores o propuestas que se desmarcan de las mencionadas opiniones doctrinales para proponer una tercera vía de interpretación que a nuestro juicio es más conforme<sup>37</sup>. Esta posición consiste en entender que el anticipo de fondos no es más que la mera entrega de bienes o dinero a la adquirente, por parte de la Target,

---

<sup>34</sup> La expresión anticipo de fondos es consecuencia de una traducción literal a nuestro idioma de la Segunda Directiva. Probablemente, esta expresión sí tenga significado concreto en otro ordenamiento jurídico comunitario pero no en el nuestro. Es por esto que el término suscita inseguridad jurídica y nos obliga a tratar de delimitar el supuesto de hecho que regula.

<sup>35</sup> BAYONA GIMÉNEZ cita a DÍEZ-PICAZO y GULLÓN, *Sistema de Derecho Civil*, cit., pág. 453 y sigs. y a JIMÉNEZ DE PARGA, “El préstamo con garantía de título representativo de mercancías depositadas”, *Revista de Derecho Mercantil*, N° 116, 1970, págs. 233-261 para referirse a esta posición.

<sup>36</sup> Vid. PAZ-ARES, cit., pág. 601.

<sup>37</sup> Cfr. BAYONA GIMÉNEZ, cit., pág. 274.

sin necesidad de tener en cuenta la existencia de vínculo contractual alguno<sup>38</sup>. Lo importante radica en que, como consecuencia de tal prestación societaria<sup>39</sup>, el tercero disfrute de una capacidad económica a la que de otro modo no hubiera accedido<sup>40</sup>, con independencia de cuál haya sido el concreto tipo negocial que es causa de tal desplazamiento patrimonial<sup>41</sup>. De esta manera se simplifica la interpretación de la norma y se opta por una visión más amplia que engloba más supuestos y ofrece una mayor protección al sistema. En consecuencia, se reduce la posibilidad de sortear la prohibición con el uso de mecanismos tendentes a eludir el supuesto de hecho para evitar la consecuencia jurídica<sup>42</sup>.

Nuestra adhesión a una interpretación amplia de la norma no obsta para poner de manifiesto la conveniencia de una nueva redacción que regule de manera específica este precepto con el objeto de evitar dudas de interpretación. Así, se ofrecería una seguridad jurídica que en estos momentos es inexistente por encontrarse descrito en la norma un supuesto de hecho que no contempla nuestro ordenamiento jurídico.

### **3.2 Concesión de préstamos**

Al examinar la prohibición de la concesión de préstamos, tendremos que afrontar una vez más la tarea de precisar el perímetro de un concepto cuya delimitación legal no está plenamente determinada. A ello se suma la divergencia de criterios existente en la doctrina<sup>43</sup>. La primera interpretación vincula la concesión de préstamos con la definición que para ello prevé el Código Civil en su art. 1.740, esto es, cualquier contrato por el que una de las partes -prestamista- entrega a otra -prestataria- dinero (o

---

<sup>38</sup> Es evidente que cuando una parte entrega a otra bienes o una suma de dinero, habrá siempre al menos un contrato implícito que cimente la transacción. No obstante, coincidimos con esta postura pues interpretamos que BAYONA GIMÉNEZ centra su opinión en la mera recepción de bienes o dinero sin atender al tipo negocial o contractual que se estuviera ejecutando.

<sup>39</sup> *Cfr.* VÁZQUEZ CUETO, cit., pág. 484.

<sup>40</sup> *Cfr.* BAYONA GIMÉNEZ, cit., págs. 271-273.

<sup>41</sup> *Cfr.* GARCÍA-CRUCES, cit., pág. 7.

<sup>42</sup> En el mismo sentido de entender que el anticipo de fondos debe ser interpretado y estar referido aquí a una entrega dineraria de cualquier índole con independencia de que derive de negocios financieros o de otro tipo de contratos, LÓPEZ MATEO, cit., pág. 607.

<sup>43</sup> *Cfr.* BAYONA GIMÉNEZ, cit., pág. 277, mantiene una postura restrictiva en su interpretación del concepto, atribuyéndole como significado, únicamente el contenido del art. 1.740 CC. Por otro lado, VAQUERIZO ALONSO, cit., pág. 170, opta por interpretar la expresión en un sentido amplio, considerando como préstamos, cualquier modalidad negocial que implique la concesión de crédito por parte de la sociedad.

cosa fungible) para su utilización y obligación de devolver en el término pactado<sup>44</sup>. De esta forma, se incluiría en el ámbito normativo tanto los préstamos de dinero, es decir, los concedidos por la Target al tercero con obligación de restitución, ya directamente o a través de persona interpuesta, como los de cosa no fungible, por ejemplo, la cesión de un inmueble por parte de la Target para su uso por el tercero adquirente de las acciones<sup>45</sup>.

Por otro lado, una interpretación más amplia del concepto entiende que éste va más allá de lo señalado en el Código Civil, en el sentido de entender que la prohibición se refiere a cualquier negocio jurídico análogo a través del cual una sociedad concede un crédito a otra<sup>46</sup>.

Los dos enfoques planteados ofrecen niveles diferentes de seguridad jurídica dado que la definición aportada por el art. 1.740 CC no plantea duda alguna, mientras que la interpretación amplia podría generarlas. Al no acogerse éste último enfoque a ningún precepto normativo en concreto, la incertidumbre respecto de su contenido como de sus consecuencias, es susceptible de generar inseguridad jurídica.

Por nuestra parte coincidimos con la postura restrictiva, siempre y cuando ésta no contravenga la *ratio legis* de la norma que, como ya avanzamos anteriormente, es fundamentalmente la de proteger a los accionistas y acreedores de la Target. La seguridad jurídica es un principio que no debería ser vulnerado en ningún caso y mucho menos en cuanto a derecho sancionador se refiere<sup>47</sup>. Es cierto que una interpretación flexible del concepto permitiría su aplicación a un mayor número de supuestos logrando reducir los mecanismos de elusión del presupuesto prohibitivo.

Por otro lado, la lectura restrictiva ofrece mayor seguridad jurídica pero también facilita la localización de cauces legales que permitan eludir la prohibición, lo que nos llevaría a hablar de fraude de ley. Como analizaremos *infra*, el debate acerca del fraude de ley ha sido considerablemente suavizado tras la entrada en vigor del art. 35 LME en

---

<sup>44</sup> Para ahondar en la definición y caracteres del préstamo, *vid.* DE ÁNGEL YAGÜEZ, “Comentario al art. 1.740”, en PAZ-ARES (dir.), *Comentario al Código Civil*, Ministerio de Justicia-Centro de Publicaciones, Madrid, 1991, págs. 1600-1603.

<sup>45</sup> *Vid.* FLORES DOÑA, *Ingeniería corporativa con acciones propias y cruzadas (Comentario sistemático de los artículos 74-89 TRLSA)*, Monográfico del Consejo General del Notariado, Madrid, 2005, págs. 156-157, quién indica que a efectos normativos es indiferente que se trate de préstamo gratuito o retribuido, extremo que dependerá de la persona del tercero y de que esté o no garantizado.

<sup>46</sup> En este sentido, MORALEJO MENÉNDEZ, *cit.*, pág. 484.

<sup>47</sup> Más adelante analizaremos las consecuencias jurídicas que para la prohibición de asistencia financiera tiene prevista nuestra actual legislación.

2009, lo que nos lleva a concluir que la postura restrictiva es más adecuada. No obstante entendemos que resulta innecesaria la realización de una interpretación extensiva de la expresión, con el sacrificio de seguridad jurídica que ello conlleva, pues la norma ofrece la vía de la cláusula de cierre para reunir aquellos supuestos que sin estar directamente recogidos por la norma, la contravienen<sup>48</sup>.

### 3.3 Préstamo de garantías

La tercera de las prohibiciones del art. 150 LSC es la de prestar garantías. Concretamente, se refiere a las garantías que pudiera ofrecer la Target para garantizar la devolución del préstamo que la sociedad adquirente hubiera recibido de un tercero. Vincular el patrimonio de la Target a la devolución de un préstamo concedido a la sociedad adquirente condicionaría su viabilidad económica a que esta última fuera capaz de devolver la suma que en su caso hubiera recibido prestada, vulnerando así la obligación de respetar el objeto social para el que ésta fue constituida.

Una vez más, concretar el significado del término “préstamo de garantías” será esencial para comprender el alcance de la prohibición. De nuevo, la doctrina ofrece puntos de vista diferentes. El sector que aboga por una lectura amplia del mismo, establece que además de los contratos de garantía personal o real en sentido estricto, deberían quedar también comprendidos en la prohibición aquellos negocios que conduzcan a resultados similares en atención a su función económica<sup>49</sup>. Sin embargo, otro sector entiende que “no puede en la actualidad extenderse la interpretación del término garantía a negocios que no tienen la misma naturaleza aunque produzcan efectos similares”<sup>50</sup>.

A nuestro juicio la *ratio legis* de este apartado no puede referirse a otros negocios de naturaleza distinta a los de garantía aunque tengan consecuencias similares. Es por ello que la norma prevé una cláusula de cierre para aquellos supuestos en que pueda entenderse que vulneran la prohibición. No obstante, como ya mencionamos anteriormente, consideramos incoherente someter al texto a una interpretación amplia cuando éste ya prevé en el mismo un mecanismo para aglutinar aquellos supuestos que

---

<sup>48</sup> Cfr. VÁZQUEZ CUETO, cit., pág. 484.

<sup>49</sup> Vid. VAQUERIZO ALONSO, cit., pág. 172, PAZ-ARES, cit., pág. 601, MORALEJO MENÉNDEZ, cit., pág. 1152 y VÁZQUEZ CUETO, cit., pág. 485.

<sup>50</sup> Cfr. BAYONA GIMÉNEZ, cit., pág. 280.



no pueden recogerse en los primeros supuestos y que aun así contravienen la *ratio legis* de la norma<sup>51</sup>.

### 3.4 Cláusula de cierre

El art. 150.1 LSC establece una cláusula de cierre que pone de manifiesto que los supuestos anteriormente mencionados no son los únicos prohibidos por la norma, sino que se trata únicamente de conductas específicas que el legislador ha querido recoger por ser las más frecuentes. Partiendo de esta premisa, nos adherimos a la opinión de un importante sector de la doctrina que entiende que la asistencia financiera como conducta mercantil es lo que verdaderamente prohíbe la norma, siendo los supuestos mencionados en sus primeros apartados meros ejemplos ilustrativos o significativos de conductas frecuentes<sup>52</sup>.

La cláusula de cierre pretende evitar la maquinación de operaciones de moderna ingeniería financiera que, eludiendo los supuestos de hecho expresamente previstos en la norma, escapan a la prohibición general. De este modo, la norma trata de combatir los negocios jurídicos realizados en fraude de ley, aunque la contrapartida sea un sacrificio de seguridad jurídica, inherente a esta clase de cláusulas<sup>53</sup>.

Consecuentemente, la cláusula de cierre procura prohibir el propósito de asistir financieramente la adquisición de las propias acciones, otorgando relevancia al elemento intencional o subjetivista que subyace en esta clase de operaciones<sup>54</sup>. A este respecto y con carácter excepcional puede entenderse positivo que se sacrifique algo de seguridad jurídica en beneficio de una buena praxis mercantil en cuanto a operaciones financieras se refiere para evitar abusos de derecho. Especialmente aquellos que sean en perjuicio de accionistas y acreedores de la Target, que con frecuencia estarán en desventaja respecto de su órgano de administración por no contar con la formación jurídico-económica necesaria para comprender los riesgos y beneficios que estas operaciones entrañan.

---

<sup>51</sup> Para unos planteamientos más detallados sobre el préstamo de garantías, FLORES DOÑA, *Adquisición de acciones financiada por la sociedad*, Madrid, 2000, págs. 158-166.

<sup>52</sup> Vid. VAQUERIZO ALONSO, cit., pág. 151 y sigs.

<sup>53</sup> Cabe añadir que existen otros mecanismos de elusión como la celebración de otra clase de contratos como la compraventa o la donación. Sobre este particular, véase PAZ-ARES, cit., pág. 602.

<sup>54</sup> Sobre el elemento intencional de las partes, véase VAQUERIZO ALONSO, cit., pág. 209, para quién sin la concurrencia del referido ánimo de facilitación de la adquisición, “no cabe hablar de asistencia financiera”. Ahora bien, dotar de carácter esencial a la finalidad de la operación puede traer consigo numerosos problemas probatorios, pues los intervinientes en la operación se cuidarán de no reflejar el objetivo realmente pretendido.

Por otro lado, debemos añadir que una cláusula de cierre, por su propia naturaleza, siempre tendrá un contenido indeterminado pues pretende abarcar una pluralidad de supuestos, mientras que esto no debería suceder en preceptos que regulan conductas específicas. Por ello, nos mostramos más críticos con las indeterminaciones de la norma en el análisis de los supuestos específicos, no así en cuanto al contenido indeterminado de la cláusula de cierre, que abarcará todo tipo de operaciones que tengan un efecto económico-financiero equivalente, sin constituir literalmente anticipo de fondos, préstamos, crédito o garantía<sup>55</sup>.

En consecuencia, el art. 150 LSC prohíbe cualquier operación por la cual una sociedad que vaya a ser adquirida preste asistencia financiera para tal objetivo. La norma, entendida en su conjunto, tiene un carácter amplio que consideramos conveniente para poderle dar una protección más eficiente a los socios y acreedores de la Target. No obstante, somos partidarios de que el legislador reforme la redacción de las prohibiciones específicas pues, de no ser así, carecería de sentido que se recogieran ejemplos de conductas frecuentes si su identificación en la práctica resulta compleja y requiere de complicadas labores interpretativas para su aplicación.

### 3.5 Elemento finalista

La asistencia financiera facilitada por la Target al tercero debe tener como causa o destino final la adquisición de acciones propias o de su sociedad dominante para que entre en juego la prohibición. No obstante, no se exige la producción de un resultado perjudicial para ello<sup>56</sup>. Por lo tanto, el nexo causal con la operación habrá de ser aquella descrita en la prohibición para que se pueda apreciar una vulneración de la norma<sup>57</sup>. No

---

<sup>55</sup> En esta línea, TRÍAS SAGNIER, cit., pág. 173, quién pone como ejemplo la asunción de un compromiso de compra a lazo (un *put*) por la sociedad de un paquete de acciones con la finalidad de facilitar que un tercero las adquiere a un accionista molesto. Esta operación técnicamente no supondría la prestación de una garantía, pero tendría un efecto económico y unas consecuencias patrimoniales muy similares.

<sup>56</sup> Cfr. BAYONA GIMÉNEZ, cit., pág. 304, VAQUERIZO ALONSO, cit., pág. 302 y sigs. y PAZ-ARES y PERDICES HUETOS, cit., pág. 427, quienes afirman que la ley configura la asistencia como una conducta ilícita de peligro abstracto, en los que se recogen acciones peligrosas que no precisan serlo en una situación concreto, en lo que se traduce en una presunción *iuris et de iure* de ilicitud de conducta.

<sup>57</sup> En relación con las operaciones de “public to private” y la posibilidad de pactar acuerdos de compensación de gastos o *break-up fees* con la Target, VIVES RUIZ, cit., pág. 136, considera que no constituyen un supuesto de asistencia financiera prohibida ya que sólo supondrá un desembolso por parte de la Target en el supuesto de que no se produzca la adquisición por parte del beneficiario del compromiso. En efecto, la Target asume en estos supuestos parte de los costes de la operación pero únicamente si no se produce la adquisición como consecuencia de determinadas circunstancias. De esta forma, la eventual ayuda concedida por la sociedad objetivo sólo se materializa si, efectivamente, el

se prohíbe cualquier asistencia financiera que preste la sociedad, sino únicamente la que tenga por finalidad el procurar al tercero beneficiario la adquisición de las acciones de aquélla<sup>58</sup>.

A tal efecto, en la norma prohibitiva ha de entenderse incluido un elemento subjetivo o intencional, bastando atender al propósito para el que se concedió la financiación, al margen de que efectivamente el tercero llegue a adquirir las acciones de la sociedad<sup>59</sup>. Esta dependencia causal entre la asistencia financiera y la adquisición de acciones propias debe hacerse patente, de modo que la finalidad de facilitar la adquisición de acciones propias actúe como motivo común y determinante de la sociedad asistente y del tercero asistido en la operación de asistencia financiera<sup>60</sup>.

Por tanto, de acuerdo con las reglas sobre interpretación de los contratos (art. 1.282 y sigs. CC), la cuestión radicará en resolver objetivamente la "concreta voluntad de las partes", acudiendo a hechos concluyentes, anteriores, concomitantes y posteriores a la conclusión de los distintos negocios y actos que instrumenten la asistencia financiera para la adquisición de acciones<sup>61</sup>. Con ello, podrá valorarse la situación jurídico-económica en que se encontraban las partes con anterioridad a la celebración de los negocios, así como con posterioridad a su conclusión y por ahí, su subsunción o exclusión del art. 150 LSC<sup>62</sup>. En consecuencia, para verificar este nexo causal o funcional se exigirá un seguimiento casuístico, dificultad que se acentúa por la

---

oferente no adquiere acciones de la sociedad de tal forma que, si se produce la adquisición, el oferente no contaría con ningún tipo de asistencia financiera, ni con anterioridad ni con posterioridad a la misma.

<sup>58</sup> En este sentido, PAZ-ARES y PERDICES HUETOS, cit., pág. 421.

<sup>59</sup> MORALEJO MENÉNDEZ, cit., pág. 1152, quién reseña a este respecto el Dictamen de la Abogacía del Estado de 26 de mayo de 2007. Igualmente, CARRETERO PIRES, "Prohibición de asistencia financiera: concepto y aplicación a operaciones de adquisición apalancadas", *Anuario Facultad de Derecho – Universidad de Alcalá*, 2008, págs. 416-417.

<sup>60</sup> En este sentido se ha pronunciado el Auto de la Audiencia Provincial de Madrid, Sección 28ª, de 9 de enero de 2007 (AC 2007, 1160), que resuelve que el derogado art. 81 LSA (vigente 150 LSC) requiere que "la asistencia financiera se preste específicamente para la adquisición de acciones, como motivo determinante de la operación. Si la finalidad financiera no existe o no es esencial, y prevalece otra, ya no puede afirmarse que se incurra en la prohibición". El supuesto de hecho se refería a un préstamo sindicado solicitado por Gas Natural para hacer frente al pago de la contraprestación en dinero ofrecida por la opante a Endesa (opada). Paralelamente, Gas Natural había firmado un contrato con otra sociedad competidora de la opada en virtud del cual se comprometía para el supuesto de que la oferta fuera exitosa, a transmitir a ésta un conjunto de activos de la opada. Dicho contrato fue utilizado como garantía para el reembolso del préstamo sindicado, lo que motivó a Endesa a plantear la cuestión de la existencia de asistencia financiera. Para un análisis detallado del referido Auto, consúltese: MINGOT AZNAR, "La prohibición general de asistencia financiera del artículo 81.1 LSA en las operaciones apalancadas. A propósito del Auto de la Sección 28ª de la Audiencia Provincial de Madrid de 9 de enero de 2007", *Revista de Derecho de Sociedades*, Nº 28, 2007, págs. 371-379.

<sup>61</sup> Interpretación sostenida por la jurisprudencia del TS en la Sentencia de 27 de enero de 1999 (RJ 1999/325).

<sup>62</sup> Cfr. FLORES DOÑA, *Ingeniería corporativa...*, cit., pág. 170.

problemática del alcance de las excepciones y por la amplitud objetiva del precepto prohibitivo.

#### **4. Excepciones a la prohibición**

Existen dos importantes excepciones en referencia a la regla general de la prohibición sancionada por los arts. 143 y 150 LSC, en razón de la especial condición de los sujetos receptores de la asistencia financiera. Como se verá a continuación, en lo que respecta a dichas excepciones tampoco nuestro derecho ofrece la claridad y precisión jurídica que por la dimensión y alcance de la materia correspondería. No obstante, la jurisprudencia más reciente ha contribuido a evitar inseguridad jurídica delimitando algunos términos que podrían resultar algo difusos.

##### **4.1 Negocios a favor del personal de la sociedad**

La primera de las excepciones a la prohibición de asistencia financiera, recogida en el art. 150.2 LSC, tiene un fundamento doble como consecuencia del deber imperativo de orden constitucional (art. 129.2 Constitución Española) para la participación de los trabajadores en el capital empresarial<sup>63</sup>. Esta excepción se concibe dentro del proceso de flexibilización operado sobre la prohibición de asistencia financiera desde la Segunda Directiva (art. 23.2), que en materia de sociedades y respecto a negocios sobre las propias acciones establecía un régimen diferenciado para los supuestos en que los beneficios se encuadrasen dentro del personal de la empresa.

Por una parte, esta excepción abre la posibilidad al empresario de facilitar el acceso a la propiedad de los medios de producción a aquellos trabajadores que han prestado sus servicios laborales en la empresa durante un tiempo prolongado. Este fomento por parte de la empresa para la adquisición de sus acciones por los empleados se entiende en el marco de una política integradora que tiene el sentido de ofrecer una oportunidad a los trabajadores de que tomen decisiones sobre la que ha sido su empresa hasta entonces. Por otra parte, esta excepción tiene el objetivo de incentivar a los trabajadores en activo para que maximicen su rendimiento<sup>64</sup>.

---

<sup>63</sup> Para una panorámica más detallada de cómo se ha articulado esta excepción de índole político social: ESTEBAN VELASCO, *Participación de los trabajadores en la empresa y la reforma de las sociedades anónimas*, Zaragoza, 1980, BAYONA GIMÉNEZ, cit., pág. 354 y FLORES DOÑA, cit., pág. 1416.

<sup>64</sup> Sobre el fundamento de esta excepción, BAYONA GIMÉNEZ, cit., pág. 360.

Pues bien, hay que subrayar que los problemas interpretativos en torno a este apartado recaen sobre todo en la delimitación jurídica del término “personal de la empresa” a la que nuestra legislación y jurisprudencia social han dado solución. Por un lado, los altos directivos son considerados personal laboral especial para los cuales hay previsto un régimen jurídico diferenciado<sup>65</sup>. Por otro lado, los consejeros y miembros de los órganos de administración quedan excluidos del ordenamiento jurídico laboral por carecer éstos de la ajenidad que debe existir entre empleado y empleador y por tanto entendiendo que la relación que mantienen es mercantil y no laboral<sup>66</sup>. Por último, queda la problemática figura del trabajador que es consejero o administrador y al mismo tiempo alto directivo que ha sido solucionada con la “teoría del vínculo” consagrada en nuestra jurisprudencia y que establece que en estos casos el trabajador no será considerado personal laboral y por tanto la relación que le une con la empresa será de naturaleza mercantil<sup>67</sup>.

Consecuentemente, en lo que aquí respecta con relación a la normativa de asistencia financiera y más concretamente con la excepción del art. 150.2 LSC, no serán considerados personal laboral ni los consejeros ni los administradores, ni aquellos trabajadores que aglutinen en su persona las figuras de consejero o administrador y alto directivo. Así lo ha dejado claro la STS (Sala de lo Civil) de 20 de julio de 2010, que arroja luz sobre las consecuencias que tiene para la asistencia financiera la delimitación que nuestra jurisprudencia ha hecho del término “personal de la empresa” y por consiguiente para la aplicación del art. 150.2 LSC. El TS ha determinado el alcance de la excepción estableciendo que ésta sólo podrá aplicarse cuando el receptor o beneficiario de la asistencia tenga una relación laboral común o especial con la empresa<sup>68</sup>. Por lo tanto estamos en posición de concluir que la jurisdicción civil no ha hecho más que importar la definición de personal laboral que tiene prevista la legislación y jurisprudencia de lo social.

---

<sup>65</sup> Real Decreto 1382/1985, de 1 de agosto, por el que se regula la relación laboral de carácter especial del personal de alta dirección. No debemos olvidar que a efectos laborales, un alto directivo es considerado personal laboral aunque se le aplique un régimen jurídico especial.

<sup>66</sup> Entre otras: STS (Sala de lo Social) de 19 de abril de 1988, STS (Sala de lo Social) de 7 de noviembre de 1990, STS (Sala de lo Social) de 21 de enero de 1991, STS (Sala de lo Social) de 22 de diciembre de 1994 y STS (Sala de lo Social) de 22 de diciembre de 1994.

<sup>67</sup> Entre otras: STS (Sala de lo Social) de 29 de septiembre, STS (Sala de lo Social) de 3 de junio de 1991, STS (Sala de lo Social) de 27 de enero de 1992, STS (Sala de lo Social) de 6 de febrero de 1997, STS (Sala de lo Social) de 14 de mayo de 1996 y STS (Sala de lo Social) de 14 de mayo de 1996.

<sup>68</sup> A este respecto, el TS señaló que un consejero delegado no puede ser considerado personal laboral de una empresa “con independencia de que hubiera celebrado con ella un contrato (de alta dirección)”.

En definitiva, los consejeros y administradores quedan excluidos de la condición de personal de la empresa, derivándose, si en efecto resultan asistidos financieramente, un daño antijurídico imputable al consejo de administración por la atribución concedida para la adquisición de acciones<sup>69</sup>. Dicho esto, entendemos que a día de hoy la expresión “personal de la empresa”, importada del derecho comunitario, no ofrece problemas interpretativos a la luz de la mencionada doctrina del TS y en consecuencia, tampoco los ofrece de cara a la aplicación de la excepción del art. 150.2 LSC. Por último, señalar que esta excepción a favor del personal de la empresa se extiende a la adquisición de acciones o participaciones de las sociedades del grupo<sup>70</sup>.

#### **4.2 Operaciones efectuadas por bancos y otras entidades de créditos en las operaciones ordinarias de su objeto social**

Esta segunda excepción, recogida en el art. 150.3 LSC, tampoco parece ofrecer problemas interpretativos que redunden en última instancia en situaciones de inseguridad jurídica que aconsejen proceder a una reforma normativa.

La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias o acciones o participaciones de la dominante cederá en el caso de los bancos y demás entidades de crédito cuando concurren dos situaciones: que la asistencia financiera tenga lugar en el ámbito de las operaciones ordinarias propias de su objeto social y que se sufraguen con cargo a bienes libres de la sociedad.

Para determinar el concreto alcance de estas exigencias hay que clarificar qué se entiende por entidad de crédito, lo cual implica remitirse al art. 1 del Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, sobre Adaptación del Derecho vigente en materia de Entidades de Crédito al de las Comunidades Europeas. En cuanto a la noción de operaciones ordinarias propias de su objeto social, habrá de estarse al alcance de éste tal y como queda determinado en los estatutos sociales. En todo caso, la exigencia deberá completarse con la normativa sectorial bancaria que integra la que ha de ser la actividad de los bancos y entidades de crédito<sup>71</sup>.

---

<sup>69</sup> Asimismo, véanse las STS de 29 de mayo de 1991 y STS de 2 de noviembre de 1991, en lo relativo al Caso Banesto. El TS declaró válidos los préstamos a sus empleados para adquirir acciones del banco, por no haberse producido asistencia financiera prohibida ni inducción dolosa del banco.

<sup>70</sup> *Cfr.* MORALEJO MENÉNDEZ, cit., pág. 1154.

<sup>71</sup> *Cfr.* MORALEJO MENÉNDEZ, cit., pág. 1154.

Dicha excepción tiene su fundamento en el propio mandato legal de la actividad bancaria y crediticia, que precisamente consiste en la captación de fondos por parte de los ahorradores a través de depósitos, préstamos, cesiones temporales de activos financieros u otras operaciones análogas que lleven aparejada la obligación de restitución por la entidad y su puesta a disposición de aquellos que necesiten financiación a través de la concesión de créditos u operaciones similares. La razón por la que se justifica dicha excepción legal es la imposibilidad de hacer extensiva la prohibición de asistencia financiera a las entidades bancarias, puesto que lo contrario supondría una limitación directa e injustificada del objeto social de las mismas de acuerdo con la regulación vigente.

Por tanto, a diferencia de lo que algunos autores sostienen<sup>72</sup>, entendemos que debido a la especial trascendencia que la actividad bancaria tiene para el desarrollo del tráfico económico actual, esta excepción en ningún modo puede considerarse un privilegio injustificable y discriminatorio a favor de los bancos y entidades de crédito, sino que resulta necesaria y justificada en orden a no obstaculizar sus posibilidades de actuación ordinaria, una excepción que además está perfectamente en consonancia con lo exigido en el art. 23.2 de la Segunda Directiva<sup>73</sup>.

#### **4.3 Operaciones complejas destinadas a modificaciones estructurales, reestructuraciones o saneamiento de empresas en dificultades**

Mientras que las dos anteriores excepciones son de carácter legal y general, la que vamos a analizar a continuación es de origen jurisprudencial<sup>74</sup>. La cuestión, por tanto, surge en aquellos supuestos en los que la asistencia financiera no es por sí misma la finalidad fundamental de un negocio sobre acciones propias, sino una fase puntual o específica de una operación considerada globalmente como compleja, y destinada, por lo general, a la modificación estructural o saneamiento tanto de la sociedad como de la empresa que desarrolla el objeto social.

---

<sup>72</sup> Esta es la opinión de FLORES DOÑA, *Ingeniería corporativa...*, cit., págs. 187-194 y FERNÁNDEZ DEL POZO, “Revisión crítica...”, cit., pág. 184.

<sup>73</sup> Conforme VÁZQUEZ CUETO, cit., pág. 492 y PAZ ARES, cit., págs. 603-604.

<sup>74</sup> Opinión de Juan SÁNCHEZ-CALERO, Catedrático de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense de Madrid. Vid. <http://jsanchezcalero.blogspot.com.es/2011/10/caben-excepciones-la-prohibicion.html> (Página visitada el jueves 20 de diciembre de 2012): “Estamos ante una excepción que los Tribunales admiten al confirmar que la finalidad principal de una sociedad al dar asistencia financiera no radica en que se agote en la adquisición de sus acciones, sino que esa operación forma parte de una estructura que va a beneficiar una transacción o reestructuración corporativa”.

En el derecho español, esta posición doctrinal encuentra dificultades para su aplicación judicial a la luz del art. 150 LSC. En principio, considerar válida una modalidad de asistencia financiera por integrar una operación compleja que, una vez culminada, redundase en beneficio de accionistas y acreedores tendría difícil conciliación con el art. 6.3 CC (nulidad total del contrato afectado por la prohibición), aunque se pudiera realizar una interpretación favorable a tenor del art. 3.1 CC. Esto hace que ciertas formas de LBOs puedan quedar injustificadamente en entredicho<sup>75</sup>.

En el derecho británico se ha abierto paso un modelo de prohibición relativa de carácter jurisprudencial que es favorable a aceptar determinadas modalidades de asistencia financiera si resultase acreditado que integran operaciones complejas destinadas a fortalecer la solvencia de una empresa y, por tanto, a favorecer los mismos intereses, tanto de accionistas como de acreedores<sup>76</sup>. En ese sentido, puede observarse una marcada evolución desde una aplicación restrictiva de las excepciones en el caso *Brady v. Brady* (1989)<sup>77</sup>, hasta una progresiva flexibilización en el caso *Arab Bank Plc. v. Mercantile Holdings Ltd.* (1994) y el caso *Re Uniq Plc.* (2011)<sup>78</sup>.

Sin embargo, en España no contamos con jurisprudencia semejante orientada en tal sentido, de modo que aquellas operaciones complejas de asistencia financiera que sean articuladas para dotar de solvencia a la empresa serían, en principio, susceptibles de incurrir en el supuesto legal prohibitivo. A pesar de este factor de inseguridad jurídica, en la práctica la implementación de las operaciones LBO es generalizada, si bien el impacto de la crisis financiera ha ralentizado su ritmo y volumen.

---

<sup>75</sup> Cfr. GARCÍA-CRUCES, cit., pág. 3.

<sup>76</sup> A este respecto, FERNÁNDEZ DEL POZO, "Gran Bretaña...", cit., pág. 263 y sigs.; y AURIOLES MARTÍN, "Los *leveraged buy-outs* y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, N° 51, 1993, pág. 637 y sigs.

<sup>77</sup> En este polémico caso se debatió la prohibición general de asistencia financiera regulada por la Section 151 de la Companies Act 1985. El presidente del tribunal inglés, Lord Olivier, interpretó que las excepciones reguladas en la Section 153 (actualmente derogada) debían ser entendidas restrictivamente. A propósito del significado de "larger purpose" (Section 153) el magistrado interpretó que se corresponde con una finalidad independiente, con un objetivo más amplio y diferente al de ofrecer asistencia financiera por lo que no cabe dentro de su concepto aquellas ventajas derivadas de la adquisición de las acciones. La consecuencia de esta decisión sobre la regulación de la asistencia financiera es que se dificultó la aplicación de las excepciones a la prohibición general. A este respecto, GIANNINO, cit., págs. 5-6.

<sup>78</sup> Para un comentario en detalle sobre la resolución del tribunal inglés en el caso *Uniq*, LEIVESLEY, K.J., "Financial Assistance: Why a Uniq Approach May Overcome Chaston", *The Journal of Business Law*, N° 7, 2011, págs. 725-736. La normativa británica actual (Companies Act 2006, Section 678) ha mantenido la prohibición de asistencia financiera pero ha flexibilizado la interpretación de las excepciones hasta el punto de que no habrá asistencia financiera prohibida cuando sea meramente incidental o cuando no se da para la adquisición de las acciones, siendo la finalidad operación más amplia y la concesión de financiación se realiza en buena fe y en interés legítimo de la sociedad.



## 5. Asistencia financiera en las fusiones apalancadas

Actualmente las adquisiciones apalancadas se suelen ejecutar mediante una operación que, formal y aparentemente, salva la prohibición. Esta operación se conoce como *Forward Merger LBO* o fusión apalancada y consiste en la creación a tal efecto de una sociedad participada por el inversor –denominada en el argot financiero como *New Company* o *Newco*- cuya finalidad es lograr el control de la *Target*. *Newco* adquirirá las acciones o participaciones de la *Target* principalmente mediante financiación bancaria que se garantizará mediante la pignoración de las acciones recién adquiridas de la *Target*<sup>79</sup>.

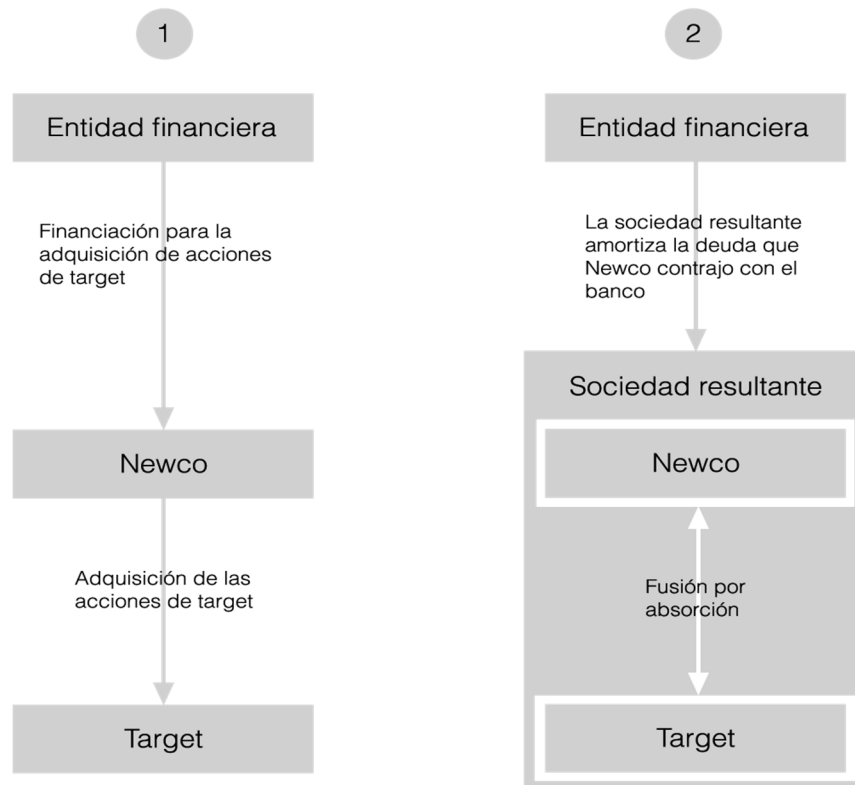
Una vez realizada la operación anterior, se procede a la fusión por absorción de la *Target* por parte de *Newco*, por el cauce legal previsto en el art. 35 LME, quedando los patrimonios de ambas sociedades integrados en la sociedad resultante. Así, bajo el principio de sucesión universal (art. 23 LME) la devolución de la deuda adquirida por *Newco* tendrá posibilidades de ser amortizada puesto que la sociedad resultante de la fusión pasará a responder de la financiación que se obtuvo para adquirir *Target*.

---

<sup>79</sup> A tener en cuenta es que los bancos que aporten los fondos para llevar la adquisición lo harán aunque esa asistencia no exista. En este caso, tendrán previsto subidas de los tipos de interés si no hay asistencia. Dichas subidas actuarán como incentivos para que aquella tenga lugar, como una lógica contraprestación por el mayor riesgo que, en ese caso, asumen los bancos. Estos intervienen y dan financiación para la adquisición, haya o no asistencia, aunque si falta, su rentabilidad, por razones obvias ligadas al modelo económico que hay detrás del LBO y en particular por el mayor riesgo asumido por ellos en este caso, será también mayor. Sobre este punto, ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, “Fusión apalancada y asistencia financiera: el art. 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales”, *El Notario del Siglo XXI* (Revista *on line* del Colegio Notarial de Madrid), N°30, enero 2010.

## LBO Forward Merger

Fusión posterior a una adquisición de una sociedad con endeudamiento de la adquirente



Como se puede apreciar, esta adquisición no se realiza con fondos provenientes de la Target, sino de Newco, a quién la entidad financiera ha inyectado un capital suficiente para financiar la compra de unas acciones que acaba de adquirir y que servirán de garantía de la operación<sup>80</sup>.

Por tanto, por la vía de la fusión apalancada se salva, en principio, la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas, siempre que se cumpla con las previsiones del art. 35 LME, esto es, (1) aprobación del proyecto de fusión en junta general, (2) informe de los administradores e (3) informe de experto independiente<sup>81</sup>.

<sup>80</sup> Lógicamente la entidad financiera deberá conocer desde el inicio la operación a realizar dado que en ningún caso otorgará financiación sin tener clarificada la forma de devolución de la deuda y sin disponer de las suficientes garantías para acometerla. Evaluará la capacidad de repago de la Target, que será la que realmente cancele la deuda. En este sentido, ORTEGA VERDUGO y ESPEJO-SAAVEDRA EZQUERRA, “Claves sobre la compra apalancada y la prohibición de asistencia financiera”, *Estrategia financiera*, Nº 232, 2006, pág. 24 y VICENT CHULIÁ, cit., pág. 343, quién apunta que como el Banco no quiere tener como garantía las acciones de la Target sino los bienes de ésta para evitar el peligro de que sean embargados por los acreedores sociales, cobrará, mientras tanto, un interés muy superior al de la fase definitiva, que la Newco sólo podrá afrontar procediendo a la fusión con la Target.

<sup>81</sup> Para un estudio detallado de las previsiones del art. 35 LME, SÁNCHEZ-CALERO y FERNÁNDEZ TORRES, cit., págs. 10-36. El derecho italiano reguló en términos muy similares la fusión apalancada a través de la interpretación del art. 2501 bis del Codice Civile. Véase “2501 bis”, en FAUCEGLIA y

En cuanto a esta última exigencia, la finalidad del informe no parece cuestionable<sup>82</sup> y la doctrina que hasta el momento se ha ocupado de la interpretación del art. 35 LME se inclina mayoritariamente por considerar que el informe de expertos independientes ha de emitirse en cualquier caso de fusión apalancada<sup>83</sup>. Con dicha exigencia se trata de incrementar la información de que disponen los sujetos interesados en la fusión proporcionándoles una valoración técnica y objetiva que les permita obtener un conocimiento más exacto de las bases sobre las que se realiza la fusión para considerar su conveniencia en orden al ejercicio de sus respectivos derechos. No obstante, la simple mención de la asistencia financiera en el informe no significa que esté prohibida pues de acuerdo con la interpretación finalista que debemos hacer de la prohibición, lo que tendrá que analizar el experto para la emisión de su informe es si en la fusión concurren o no motivos distintos al de facilitar la adquisición de la Target.

Con todo, el régimen actual no prejuzga si las fusiones apalancadas constituyen o no un supuesto de asistencia financiera, debiendo proceder a un análisis de los casos en concreto. Para su valoración será indicativo el informe del experto pero éste no se considerará determinante ya que en caso de que se impugne la operación será revisable en sede judicial con ayuda de un perito. Este control a posteriori puede ser susceptible de generar inseguridad jurídica y parece que se desvincula parcialmente de la pretensión

---

SCHIANO DI PEPE (Dir.), *Codice Commentato della S.P.A.*, Parte II, Vol. 2, Milano, 2007, págs. 1740 y sigs., y SPOLIDORO, “Fusione pericolose”, *Rivista delle Società*, 2004, pág. 251 y sigs. Como señala SÁNCHEZ CALERO y FERNÁNDEZ TORRES, cit., pág. 19, aunque la norma inspiradora del art. 35 LME es el art. 2501 bis existen dos claras diferencias. Por un lado, en el art. 2501 bis no se exige que en el informe de los administradores conste expresamente una mención sobre la existencia de asistencia financiera. Por otro lado, con el objetivo de delimitar las fusiones apalancadas, establece el límite de la legalidad de la operación en la utilización fraudulenta de la fusión para desmantelar patrimonialmente la Target. En todo caso, la norma italiana admite la licitud de las fusiones apalancadas cuando se cumplan los requisitos legales: 1. Que el proyecto determine las fuentes para repagar la deuda de adquisición. 2. Que se adjunte un plan de negocio elaborado por los administradores 3. Que se justifiquen las razones de la operación y en su caso, informe de los auditores. A este respecto, SPOLIDORO, “Legalismo e tutela dei diritti: leveraged buy out e leveraged cash out nel Nuovo diritto delle società”, *Rivista delle Società*, 2008, pág. 1036.

<sup>82</sup> Con el informe de expertos, como refiere MINGOT AZNAR, “Contenido y alcance del informe del experto independiente en las fusiones apalancadas del art. 35 LME”, *Revista de Derecho de Sociedades*, N° 35, 2010, págs. 227-228, “el legislador más bien quiso que en las fusiones con apalancamiento financiero de adquisición “aflorara”, en beneficio del derecho de información de los socios, acreedores y terceros con la publicidad registral, el sobreendeudamiento derivado de la financiación de adquisición, encargando a un experto independiente (...) la revisión externa de la razonabilidad de las previsiones de repago de los administradores. Sin olvidar que el precepto de fusiones apalancadas se inserta estructuralmente en la regulación de la fusión como modificación estructural de las sociedades mercantiles y no en los negocios sobre las propias acciones”.

<sup>83</sup> Fundamentalmente, LÓPEZ MATEO, en sus dos artículos: “Asistencia financiera: análisis y crítica del derecho vigente. Ley 3/2009 (I)”, *Revista de Derecho Mercantil*, N° 272, 2009, págs. 541-618 y “Asistencia financiera: análisis y crítica del derecho vigente. Ley 3/2009 (II)”, *Revista de Derecho Mercantil*, N° 273, 2009, págs. 835-892.

preventiva que informa a toda la regulación de la prohibición<sup>84</sup>. En todo caso, la emisión de dicho informe, es muy relevante pues aun cuando esa asistencia financiera sea plenamente lícita por no suponer infracción de la prohibición, proporcionará a los socios y demás interesados en la fusión una información trascendente en orden al ejercicio de sus derechos en el proceso de fusión. No obstante dicho informe no garantiza en ningún caso que no vaya a realizarse una operación que pueda comprometer la solvencia patrimonial de la Target<sup>85</sup>.

Por tanto, la fusión entre Newco y Target ha de considerarse como un procedimiento adecuado para evitar la aplicación de la prohibición del art. 150 LSC, pues ésta protege los intereses de las partes afectadas, que en última instancia constituye la *ratio legis* de la norma<sup>86</sup>. Por una parte, porque los socios cuentan de ese modo con información acerca del tipo de canje que les será aplicado, que contemplará el nivel de endeudamiento de la absorbente, las obligaciones de información que pesan sobre los administradores, la actuación correcta de los expertos independientes y, en su caso, los procedimientos de impugnación del correspondiente acuerdo. Por otro lado, porque la norma concede un mecanismo de oposición para acreedores (art. 44 LME)<sup>87</sup>. De esta manera, tanto socios como acreedores tienen los mecanismos adecuados para salvaguardar sus intereses y quedar protegidos frente a los potenciales riesgos que afloran en esta clase de operaciones<sup>88</sup>.

Ahora bien, los requisitos adicionales del art. 35 LME para este supuesto de fusión plantean no pocas dificultades de interpretación en relación con la prohibición de asistencia financiera, como vamos a comentar a continuación. La doctrina se debate, en términos generales, en torno a dos posiciones. Un sector más predominante niega la

---

<sup>84</sup> Vid. SÁNCHEZ-CALERO y FERNÁNDEZ TORRES, cit., pág. 24.

<sup>85</sup> Para ampliar información nos remitimos a RONCERO SÁNCHEZ, “Ámbito de la exigencia del informe de expertos independientes en caso de fusiones posteriores a adquisiciones apalancadas”, *Revista de Derecho de Sociedades*, Nº 35, 2010, págs. 260, 263-264.

<sup>86</sup> Siempre y cuando alguna de las sociedades hubieran contraído deudas en los tres años anteriores para adquirir el control de otra que participe en la fusión. En sentido contrario, si han transcurrido más de tres años, no serán de aplicación las reglas del art. 35 LME. Por tanto, parece claro que el plazo de tres años desde la adquisición, marca una línea de cierta seguridad para realizar la fusión tras un LBO. Pero en el entorno actual de crisis financiera, probablemente los tres años harán inviables operaciones que hasta 2008-2009 se financiaban rápido en el mundo del capital riesgo.

<sup>87</sup> Los acreedores podrán oponerse a la operación en el plazo de un mes e impedirla en tanto sus créditos sean anteriores a la publicación del último anuncio del acuerdo de la junta general. Así, la fusión no podrá tener lugar en tanto no estén suficientemente garantizados sus créditos.

<sup>88</sup> Para VICENT CHULIÁ, cit., pág. 344, el argumento de la protección de ambos intereses no le parece convincente, previendo una aplicación rigurosa de la prohibición y de la sanción de nulidad por los tribunales.

aplicación de la prohibición basándose en que, ni las garantías ni el préstamo vienen directamente de la Target en el momento de la adquisición, y en que el art. 35 LME prevé garantías especiales que protegen a accionistas y acreedores. A juicio de otro sector, lo importante es hacer notar que el fundamento de esta norma no es sólo la protección de socios y acreedores sino también de la propia Target. El sobreendeudamiento a que se va a someter a la Target en la operación LBO podría dificultar su situación patrimonial y en caso de que ésta resultara fallida, afectaría no sólo a sus socios y acreedores sino también a sus *stakeholders*: trabajadores, proveedores, clientes, Hacienda Pública, bonistas, etc<sup>89</sup>.

Con todo, si bien esta vía parece la más idónea para evitarla prohibición de asistencia financiera -porque “formalmente” no existe una afectación directa de los activos de la Target a la satisfacción de los pagos contraídos para su compra- en realidad, todo este procedimiento se realiza para que los activos de la Target integrados en la nueva sociedad resultante de la fusión sean los que, con su capacidad para generar fondos, devuelvan finalmente el crédito solicitado por el inversor<sup>90</sup>. De esa forma, el resultado que se persigue mediante una *Forward Merger* LBO es que los activos que pertenecían a la Target antes de la fusión acaben soportando el pago de la financiación, puesto que la confusión de patrimonios en la sociedad resultante de la absorción permitirá que el pago de la deuda se haga directamente con la tesorería generada por la empresa, sin tener que pasar por los requisitos y los costes fiscales del reparto de dividendos al adquirente<sup>91</sup>. Por ello, a pesar de las muy justificadas garantías adicionales que presenta el art. 35 LME como modalidad idónea para implementar los LBO sin vulnerar la prohibición, estas operaciones siguen presentando potenciales deficiencias.

---

<sup>89</sup> Como se refiere RONCERO SÁNCHEZ, cit., pág. 259, en algunos países, los porcentajes de insolvencia de sociedades “adquiridas” a través de estas operaciones ha superado el 50% del total de adquisiciones realizadas. Para ahondar sobre esta cuestión, BEIGVEDER MONTERO, “Fusión apalancada, rescisión concursal y Proyecto de Ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles”, *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, Nº 10, 2009, pág. 365. Por otra parte, véase WARGA y WELCH, “Bondholder losses in leveraged buyouts”, *The Review of Financial Studies*, Nº 4, Vol. 6, 1993, págs. 959-982 para un análisis sobre las potenciales pérdidas de valor de los bonos emitidos por la Target involucrada en LBOs.

<sup>90</sup> *Cfr.* VICENT CHULIÁ, cit., pág. 343.

<sup>91</sup> También, como señala ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, cit., se puede producir un ahorro fiscal para el adquirente al deducirse como gasto tanto los intereses del préstamo como la amortización del fondo de comercio que se pone de manifiesto.

Desde nuestra perspectiva, son dos las razones que hay que esgrimir a la hora de poner de manifiesto por qué este cauce legal no termina de evitar todos los riesgos implícitos al apalancamiento financiero de la sociedad. En primer lugar porque, aunque los intereses de los socios quedan más garantizados al llevar la decisión a junta con mayoría reforzada y con los requisitos de información previa, el socio disconforme estará en una posición aún más débil que en el caso de la asistencia financiera simple puesto que le será más complicado ejercitar la acción de responsabilidad contra los administradores si prospera el proyecto de fusión. A ello se suma el hecho de que la impugnación de la fusión tiene unas limitaciones que no se aplican a la de otro tipo de acuerdos.

En segundo lugar, porque si bien los acreedores pueden paralizar la operación a través de su derecho de oposición hasta que obtengan una garantía bancaria, este derecho es en la práctica bastante restringido. Por una parte, en razón de que sólo lo tienen aquellos terceros con créditos anteriores a la publicación del proyecto cuyo crédito no estuviera vencido. Por otra parte, debido a su difícil ejercicio, bien por el desconocimiento de su publicación o bien por el breve plazo que otorga la ley para ejercerlo. A estas dos limitaciones hay que añadir la inoperancia que tiene este derecho de oposición para los acreedores comerciales, sobre todo aquellos que son proveedores, pues si lo ejercitaran es probable que pierdan su relación contractual con el cliente. En consecuencia, puede reconocerse que no todos los acreedores están protegidos de derecho y si lo están, podría no ser conveniente su ejercicio a efectos comerciales.

Por último, se añade otra razón que en cierto modo pone de manifiesto la deficiencia general del procedimiento de la fusión apalancada como única vía para implementar un LBO lícitamente. El procedimiento de fusión no contempla el riesgo que la fusión apalancada tiene sobre la empresa social al disminuir la solvencia y liquidez de la misma. Por eso pensamos que sería oportuno que se establecieran ciertos límites que dificultaran la realización de las operaciones con mayor riesgo de generar una situación de insolvencia de la sociedad, fijando unos determinados niveles máximos de endeudamiento con vistas a intentar asegurar la viabilidad de la operación y la pervivencia de la sociedad durante un determinado período posterior a la operación.

Es en este punto donde se pone de relieve la insuficiencia del art. 35 LME, pues a pesar de contener mecanismos positivos de protección para socios y acreedores, no

extiende su carácter tuitivo a la empresa que realiza el objeto social, ni establece criterios para salvaguardar la viabilidad futura del patrimonio social y de la fuerza laboral. No debemos olvidar que la disolución de una empresa supondría para muchos de sus trabajadores la pérdida de su puesto de trabajo, riesgo que en nuestra opinión debería de caer bajo el umbral de protección de la norma<sup>92</sup>.

Si la operación proyectada no se ajustara a las previsiones del proyecto sobre las que se calculó el retorno de la deuda o se alteraran las condiciones del mercado sobre las que se planificó la fusión apalancada, los activos de la Target integrados en la sociedad resultante podrían ser incapaces de generar los flujos de caja necesarios para atender la devolución de la deuda, lo cual implicaría no descartar la posibilidad de concurso<sup>93</sup>. Por tanto, es indudable lo estrechamente vinculado que se encuentra el problema del sobreendeudamiento de las sociedades con los riesgos de incurrir en situaciones de insolvencia a causa de la implementación de este tipo de operaciones de asistencia financiera legalmente formalizadas<sup>94</sup>.

## **6. Consecuencias de la vulneración de la prohibición**

En cuanto a las consecuencias de la vulneración de la prohibición de nuevo nos encontramos con un área conflictiva que nos obliga a analizar la inseguridad jurídica que su escaso tratamiento legal puede producir.

El art. 150 LSC establece la prohibición de asistencia financiera, pero no prevé un régimen sancionador completo para su incumplimiento<sup>95</sup>. La LSC, en su art. 157 prevé un régimen sancionador para los administradores, directivos o cualquier otra persona

---

<sup>92</sup> Conforme FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, “La prohibición...”, cit., pág. 634.

<sup>93</sup> Cfr. SÁNCHEZ-CALERO y FERNÁNDEZ TORRES, cit., pág. 36 y sigs. Para ahondar en la relación entre los LBOs y el derecho concursal, véase BEIGVEDER MONTERO, cit., págs. 361-367, y CERDÀ ALBERO, “*Leveraged buy-out* y situaciones concursales: implicaciones para la entidad de capital riesgo”, en TRÍAS SAGNIER, *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España*, Madrid-Barcelona, 2006, págs. 301-338.

<sup>94</sup> No obstante, conviene destacar que no es la legislación española la única que recientemente ha implementado mecanismos jurídicos para flexibilizar la prohibición de asistencia financiera. El derecho británico actualizó en 2008 su normativa flexibilizando la prohibición y sus exigencias de cara a reducir los costes en los cuales las sociedades implicadas debían incurrir para satisfacer las garantías que hasta entonces exigía. La principal novedad fue la supresión del procedimiento de *whitewash* que hasta entonces se requería para ejecutar las operaciones de asistencia financiera. Sobre este particular, DEFRIES, GUEGUEN y KARBACH, “Liberating LBOs”, *International Financial Law Review*, Issue 2, Vol. 27, 2008, pág. 43.

<sup>95</sup> El art. 157 LSC se limita a señalar que la vulneración de la prohibición se reputa infracción pero no incluye las consecuencias que tendrá la vulneración de la prohibición sobre el negocio jurídico.

que tenga capacidad para representar a la sociedad. No obstante, no indica qué consecuencias tendrá la vulneración de la prohibición establecida en el art. 150 LSC sobre el negocio realizado. Esta circunstancia nos obliga a plantear la cuestión atendiendo a los distintos aspectos susceptibles de ser valorados jurídicamente.

La doctrina analiza desde una doble perspectiva el incumplimiento de la prohibición. Por un lado estudia las consecuencias sobre el negocio jurídico y, por otro, la responsabilidad de los sujetos que intervienen en el mismo<sup>96</sup>.

Centraremos nuestra crítica en el punto de vista del negocio jurídico desde dos análisis diferentes. Por un lado se debe examinar la repercusión del incumplimiento sobre el negocio de asistencia financiera y por otro lado los efectos sobre la adquisición de las acciones. A pesar de su pobre tipificación legal, la doctrina es unánime en cuanto a la interpretación de la consecuencia jurídica que para el negocio de asistencia financiera tiene previsto nuestra normativa<sup>97</sup>.

Por nuestra parte, estamos de acuerdo con esta opinión y consideramos que el art. 6.3 CC -que establece la nulidad de pleno derecho de aquellos actos que contravengan las normas imperativas- es el cauce adecuado para poner solución a la incertidumbre provocada por la norma y a su deficiente tipificación<sup>98</sup>. No obstante, mayores problemas plantea la cuestión acerca del negocio de adquisición de las acciones. Podríamos entender que éste se trata de un negocio independiente al de financiación, o por otro lado, entender que uno es consecuencia del otro y por lo tanto se encuentran vinculados<sup>99</sup>. En cualquier caso, la nulidad del art. 6.3 CC tendrá efectos *ab initio* y, por lo tanto, se considerará como un negocio que jamás fue realizado, y como tal no subsanable por ratificación o convalidación de la junta general<sup>100</sup>.

---

<sup>96</sup> Vid. VAQUERIZO ALONSO, cit., pág. 531. Éste a su vez, cita en su obra el trabajo de FLORES DOÑA, “Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias”, *Derecho de Sociedades Anónimas*, II, 1994, pág. 354. En el mismo sentido se manifiesta BAYONA GIMÉNEZ, cit., pág. 413 y sigs.

<sup>97</sup> A este respecto, VAQUERIZO ALONSO, cit., págs. 532-536 y BAYONA GIMÉNEZ, cit., págs. 414-416.

<sup>98</sup> Para el TS resulta incuestionable la aplicación del art. 6.3 CC al derecho societario, como puede comprobarse en la STS de 27 de diciembre de 1993 (RJ 1993/10.152).

<sup>99</sup> Tanto BAYONA GIMÉNEZ como VAQUERIZO ALONSO coinciden en este punto al señalar que, salvo que se pueda apreciar un vínculo claro entre la adquisición de las acciones y la operación de financiación, ambos negocios jurídicos deberán entenderse como independientes el uno del otro y por lo tanto la nulidad sólo deberá apreciarse en el negocio de financiación.

<sup>100</sup> Posición que encuentra su apoyo no sólo en el carácter legal o imperativo de los arts. 143.2 y 150 LSC sino también en la teoría general de los negocios jurídicos, como se observa en el Fundamento 4º de la



A este respecto, nos decantamos por sostener que la comunicación de la nulidad entre los dos negocios jurídicos sólo podría predicarse cuando uno es la causa del otro pero no si se puede afirmar su independencia jurídica, aun cuando no sea funcional, salvo que concurra una cláusula de destinación que, con relevancia causal, aparezca en el negocio de asistencia financiera y despliegue sus efectos sobre el de adquisición<sup>101</sup>.

Por otro lado cabe examinar la responsabilidad de los administradores u otros sujetos con poder de representación de la sociedad que hubieran podido intervenir. En este caso la LSC sí prevé un régimen específico y dual, exigiendo tanto responsabilidad civil como administrativa. Por un lado, la responsabilidad civil queda recogida en los arts. 236 y siguientes, y obliga a los administradores a responder de los perjuicios causados por su gestión negligente. Por otro lado, la LSC prevé una sanción administrativa en su art.157, que castiga con multa por importe de hasta el valor nominal de las participaciones asumidas o acciones suscritas. La multa será graduada en función de la entidad de la infracción así como a los perjuicios ocasionados a la sociedad, a los socios o a terceros.

Respecto de la preparación y ejecución del proyecto en las *Forward Merger LBO*, la información contenida en el informe de los administradores se ofrece bajo la responsabilidad de sus autores (arts. 35.1 y 2 LME). En consecuencia, a pesar del silencio legal existente, la emisión de información falsa o incorrecta que haya sido adecuada para que se tomara una decisión sobre la operación se traducirá en la exigencia de responsabilidad a los administradores, una responsabilidad que se fundará en la infracción del deber objetivo informar diligentemente. Por tanto, no hay impedimento para que se pueda exigir responsabilidad por aquellos actos antijurídicos, bien a través de operaciones que sean aptas para causar insolvencia, esto es, operaciones altamente especulativas que debiliten la solvencia de la Target aunque se hayan presentado mediante planes de negocio poco realistas, o bien el falseamiento de los datos e informaciones contenidas tanto en el proyecto como en el informe<sup>102</sup>.

---

STS de 21 de julio de 1997 (RJ 1997/218): “el contrato que carece de existencia no se puede ratificar e inventar de la que carece de forma absoluta y radical”.

<sup>101</sup> Cfr. GARCÍA-CRUCES, cit., págs. 13-14 y MORALEJO MENÉNDEZ, cit., pág. 1153. En el mismo sentido, el Dictamen de la Abogacía del Estado de 26 de mayo de 2007.

<sup>102</sup> Cfr. SÁNCHEZ-CALERO y FERNÁNDEZ TORRES, cit., págs. 30-31 y SPOLIDORO, “Fusione...”, cit., pág. 251.

Sin embargo, es en cuanto al plan de retorno de la deuda donde puede generarse mayor fuente de litigiosidad, puesto que constituye el problema principal en las fusiones apalancadas, salvo que concurriese justa causa o una circunstancia de fuerza mayor, como cambios en el mercado que exijan una modificación de la política empresarial. De modo que si la operación en su conjunto (no sólo la fusión) no se realiza tal y como se planificó, y a consecuencia de esto la Target no puede hacer frente al excesivo apalancamiento, habrá que atender al caso en concreto para verificar si el riesgo asumido era o no razonable<sup>103</sup>.

## 7. Conclusiones

El sentido actual de la prohibición, a falta de una necesaria subsanación, mantiene desde un punto de vista sistemático, un carácter autónomo y abstracto de forma que prohíbe -al menos teóricamente- actuaciones, conductas u operaciones que no suponen un peligro real ni para la sociedad, ni para los socios o terceros, cuyos intereses deberían ser los protegidos por la LSC y la LME. A consecuencia de lo anterior, puede decirse que la redacción legal demuestra ser bastante ineficiente, porque algunas operaciones se proyectan y ejecutan aprovechando las dudas interpretativas y de aplicación existentes en la norma prohibitiva vigente<sup>104</sup>.

Las ventajas de las adquisiciones apalancadas son múltiples porque permiten, con una inversión reducida, tomar el control de una empresa, facilitándose los procesos de concentración, de reorganización, de mejora de eficiencia en la gestión o de reasignación de recursos productivos. Aspectos esenciales para el mantenimiento de la competitividad de las empresas y de la economía nacional. Para las sociedades inversoras, supone además incrementar exponencialmente los beneficios sobre el capital invertido<sup>105</sup>. A tal efecto, mientras los potenciales adquirentes y sus financiadores

---

<sup>103</sup> Nos mostramos de acuerdo con la crítica que realizan, SÁNCHEZ-CALERO y FERNÁNDEZ TORRES, cit., págs. 29 y 31, sobre el deficiente carácter del art. 35. 2ª LME. Lo óptimo sería que el proyecto de fusión incluyera un *business plan* propiamente dicho, de forma que los administradores pudieran acreditar que la sociedad mantendrá su solvencia y liquidez a lo largo de un periodo de tiempo posterior a la ejecución de la operación con un análisis detallado de los flujos de tesorería, sobre todo debido a la insuficiente valoración con la que contarán los socios y acreedores. En la práctica, dicha valoración se sustentará en el informe de los expertos independientes, al que no cabe atribuir un control de legalidad de la operación.

<sup>104</sup> En este sentido, LÓPEZ MATEO, cit., págs. 559-560.

<sup>105</sup> Ahora bien, que estas operaciones presenten un lado positivo no es óbice para no contemplar su lado negativo, pues ciertamente el auge de este tipo de operaciones de apalancamiento no puede desligarse de las causas de la crisis financiera, entre las que se encuentra el sobre endeudamiento de las empresas. Actualmente y desde que se cerró el crédito (segundo semestre de 2007 aprox.) una parte considerable de

busquen estructuras lícitas para implementar adquisiciones apalancadas que no contravengan dicha prohibición, ha de permitirse que cuenten con el flujo de fondos necesarios para hacer frente en plazo al endeudamiento incurrido<sup>106</sup>.

La tendencia del actual derecho comunitario parece ir en la línea de sustituir progresivamente el régimen de prohibición por un sistema de garantías destinadas a reforzar la responsabilidad de los administradores y a garantizar la situación financiera de las sociedades mercantiles. En este sentido, la figura de la fusión apalancada, recogida en el art. 35 LME, al contar con un régimen especial de garantías para socios y acreedores, no trata de impedir este tipo de operaciones sino más bien de favorecer un diseño adecuado, dada la complejidad y especial riesgo que estos negocios jurídicos comportan, teniendo en cuenta, además, que los financiadores de la LBO tendrán directamente una garantía sobre los activos de la sociedad resultante de la fusión.

Ahora bien, un estudio más pormenorizado de esta materia en un contexto de crisis financiera y social como el actual, nos lleva a concluir que este régimen normativo presenta múltiples áreas conflictivas que en su conjunto dificultan su interpretación y hacen que adolezca de cierta inseguridad jurídica. El art. 35 LME abrió un cauce lícito para la implementación de LBO con asistencia financiera, acabando prácticamente con el debate acerca del posible fraude de ley en que podrían estar incurriendo los operadores jurídicos a través de este tipo de adquisiciones. Pero en realidad no consigue terminar del todo con la inseguridad jurídica que implicaban estas operaciones antes de su entrada en vigor en 2009. Con todo, a pesar de las notables deficiencias que presenta

---

las empresas adquiridas por medio de adquisiciones y fusiones apalancadas terminaron en concurso de acreedores o con importantes reestructuraciones y desinversiones para pagar la deuda. En este punto, coincidimos con el análisis realizado por ROYO-VILLANOVA, cit., en el sentido de relacionar el auge de este tipo de operaciones con el ciclo expansivo de las finanzas que favorecen el aumento de apalancamiento mediante la creación de pasivos financieros que sólo pueden pagarse con nuevo endeudamiento: “Las LBOS y las fusiones apalancadas entran en este fenómeno como una pieza más que favorece la aceleración en los momentos de expansión, y la creación de una burbuja, aplicada en este caso al valor de las empresas (...) no sólo se desploma el valor de las empresas, sino que las lleva al concurso en cuanto a la coyuntura es menos favorable al haberse debilitado de manera importante la solvencia de la sociedad al asumir como deuda el precio de su compra”. Esto nos lleva a situar el art. 35 LME dentro de la *ratio* de protección de la sociedad como tal, y no sólo de los socios y acreedores.

<sup>106</sup> Cfr. LÓPEZ ANTÓN y HERRERO MAZARÍO, cit., pág. 53: En dicho artículo se analizan los tres posibles cauces para implementar un LBO de forma lícita de acuerdo con la *ratio legis* de la prohibición: A) Estímulo a la fusión de las sociedades implicadas; B) Reembolso de la deuda de adquisición con cargo a recursos de libre distribución (dividendos y reservas disponibles); C) Reembolso de la deuda de adquisición vía reducción en la sociedad target de su capital social en la modalidad de devolución de aportaciones (independientemente de que la restitución se efectúa con la entrega de una de dinero equivalente al valor nominal de las acciones afectadas o “in natura” mediante la subrogación –por el importe de la reducción- de la sociedad target en dicha deuda).

el art. 35 LME que hemos criticado en este trabajo, es de reconocer el legítimo papel que tiene para flexibilizar la prohibición del art. 150 LSC y que a nuestro juicio debería cerrar el debate doctrinal sobre el fraude de ley en estas operaciones<sup>107</sup>.

Asimismo, nos gustaría destacar la gravedad que supone la falta de exactitud jurídica de algunos de los términos que el legislador ha empleado en la regulación de la norma prohibitiva y en sus excepciones. Estas imprecisiones en la redacción, unida al escaso tratamiento jurisprudencial sobre la asistencia financiera, son en buena medida causantes de la incertidumbre que generan estas operaciones. Ello motivó que algunos operadores jurídicos aprovecharan una interpretación literalista de la normativa vigente para proyectar estructuras societarias ilícitas con las que implementar adquisiciones y fusiones apalancadas. En consecuencia, sería conveniente plantear una reforma normativa con objeto de corregir las potenciales deficiencias en que sigue incurriendo la actual normativa. Principalmente en orden a eliminar el déficit de seguridad jurídica que aún existe en la vigente prohibición legal, mejorando su redacción, ahondando en su carácter preventivo y protegiendo más y mejor los intereses de la Target en su conjunto, no sólo los de los socios y acreedores.

En este sentido, y en relación con la perspectiva organizativa, los posibles abusos de los administradores en estas operaciones podrían paliarse con ciertas medidas en la línea de la responsabilidad social corporativa, como por ejemplo, establecer la autorización de la junta general para la adopción de dichos acuerdos o exigir que la operación se realice en condiciones de mercado. Desde una perspectiva financiera y con el fin de evitar una desviación de recursos, cabría exigir legalmente la existencia de recursos libres suficientes como presupuesto para ejecutar la operación. De esta forma se impediría que la asistencia financiera prestada pudiera afectar a los fondos propios y poner en riesgo la solvencia de la sociedad<sup>108</sup>. Aclarada esta cuestión, la viabilidad de las adquisiciones apalancadas y su compatibilidad con la prohibición legal se producirá cuando la asistencia financiera no sea prestada exclusivamente para la compra de las acciones sino cuando prevalezca otra finalidad.

En conclusión, las adquisiciones apalancadas son perfectamente viables, si bien lo fundamental es que la operación se estructure de modo que no vulnere la prohibición de

---

<sup>107</sup> Conforme SÁNCHEZ-CALERO y FERNANDEZ TORRES, cit., pág. 5.

<sup>108</sup> Sobre algunas posibles reformas a título indicativo, VELASCO SAN PEDRO, cit., pág. 17 y sigs.,

asistencia financiera<sup>109</sup>. Su infracción conllevaría la nulidad radical del negocio jurídico afectado por la prohibición además de la responsabilidad tanto civil como administrativa que corresponda a los administradores o apoderados de la sociedad infractora que hayan inducido, cooperado o participado en la comisión de la infracción de incumplimiento de la prohibición de asistencia financiera.

En definitiva, entendemos que la *ratio legis* de la prohibición, aparte de garantizar la protección a los socios y acreedores, debería extender su fundamento tuitivo a la propia empresa objeto de la Target, como bien jurídico complejo que engloba igualmente importantes intereses de los *stakeholders*. Aunque teóricamente la operación LBO no afecta a la integridad de su capital social, verá debilitada sin duda su solvencia cuando sus activos soporten la mayoría del precio de su adquisición una vez implementada la fusión. Máxime cuando el escenario que casi con toda certeza le aguarda en el caso de que la operación de asistencia resulte fallida una vez ejecutada es el concurso de acreedores. En este contexto es preciso señalar que si la asistencia financiera ha generado o agravado la situación de insolvencia, además de la acción de nulidad, cabría ejercitar las acciones rescisorias del art. 71 y sigs. LC e incluso dicha conducta podría llegar a determinar la calificación del concurso como culpable (arts. 164 y 172 LC). Circunstancia que nunca se debe descartar cuando se recurre a financiación ajena en un entorno económico tan complicado como el actual.

---

<sup>109</sup> Cfr. ORTEGA VERDUGO y ESPEJO-SAAVEDRA EZQUERRA, cit., pág. 23.

## Bibliografía

- ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, “Fusión apalancada y asistencia financiera: el art. 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales”, *El Notario del Siglo XXI* (Revista on line del Colegio Notarial de Madrid), Nº 30, enero 2010:  
[http://www.elnotario.com/egest/noticia.php?id=2206&seccion\\_ver=0](http://www.elnotario.com/egest/noticia.php?id=2206&seccion_ver=0)
  - AURIOLES MARTÍN, “Los *leveraged buy-outs* y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, Nº 51, 1993, pág. 637 y sigs.
  - BAYONA GIMÉNEZ, *La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Monografía de la Revista de Derecho de Sociedades, Nº 19, 2002.
  - BEIGVEDER MONTERO, “Fusión apalancada, rescisión concursal y Proyecto de Ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles”, *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, Nº 10, 2009, págs. 361-367.
  - BISBAL MÉNDEZ, “El interés público, protegido mediante la disciplina de la contabilidad”, *Revista de Derecho Mercantil*, Nº 160, 1981, págs. 257-298.
- Blog de la Cátedra José María Cervelló, IE LawSchool:  
<http://cervello.blogs.ie.edu/2009/10/fusion-y-asistencia-financiera-el-plazo-es-de-tres-anos.html>
- CARRETERO PIRES, “Prohibición de asistencia financiera: concepto y aplicación a operaciones de adquisición apalancadas”, *Anuario Facultad de Derecho – Universidad de Alcalá I*, 2008, págs. 409-433.
  - CERDÀ ALBERO, “*Leveraged buy-out* y situaciones concursales: implicaciones para la entidad de capital riesgo”, en TRÍAS SAGNIER (Coord.), *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España*, Madrid-Barcelona, 2006, págs. 301-338.
  - COLEMAN, *Riesgos y daños*, Marcial Pons, Madrid, 2010.
  - DAVIES y WORTHINGTON, *Gower and Davies: Principles of Modern Company Law*, 9ª ed., Londres, 2012, Capítulo 13.
  - DE ÁNGEL YAGÜEZ, “Comentario al art. 1.740”, en PAZ-ARES (Dir.), *Comentario al Código Civil*, Ministerio de Justicia-Centro de Publicaciones, Madrid, 1991.

- DEFRIES, GUEGUEN y KARBACH, “Liberating LBOs”, *International Financial Law Review*, Issue 2, Vol. 27, 2008.
- EASTERBROOK y FISCHER, *La estructura económica del derecho de las sociedades de capital*, Fundación Cultural del Notariado, Madrid, 2002.
- FAUCEGLIA y SCHIANO DI PEPE (Dirs.), *Codice Commentato della S.P.A.*, Parte II, Vol. 2, Milano, 2007, págs. 1740 y sigs.
- FERNÁNDEZ DEL POZO, “Asistencia financiera a los trabajadores para la adquisición de acciones propias”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, Nº 47, 1992, pág. 811 y sigs.
- FERNÁNDEZ DEL POZO, “Gran Bretaña: reflexiones en torno a la disciplina de la asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, Nº 49, 1993, págs. 263-270.
- FERNÁNDEZ DEL POZO, “Revisión crítica de la prohibición de asistencia financiera”, *Revista de Derecho de Sociedades*, Nº 3, 1994, págs. 169-189.
- FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, “En torno a la asistencia financiera para la adquisición de las propias participaciones: Private company versus sociedad de responsabilidad limitada”, *Revista de Derecho Mercantil*, Nº 219, 1996, págs. 185-209.
- FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, “La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones como obstáculo a ciertas compras apalancadas de empresas, o leveraged buy-outs”, *Revista de Derecho Mercantil*, Nº 232, 1999, págs. 577 y sigs.
- FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, “Los negocios de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones en Gran Bretaña”, *Derecho de los Negocios*, Nº 73, 1996, págs. 1-5.
- FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, *La asistencia financiera para la adquisición de acciones/participaciones propias*, Granada, 2001, págs. 19 y sigs.
- FLORES DOÑA, “Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias”, en ALONSO UREBA (Coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo II, vol. 2º, 1994, págs. 1383-1423.
- FLORES DOÑA, *Adquisición de acciones financiada por la sociedad*, Madrid, 2002.
- FLORES DOÑA, *Ingeniería corporativa con acciones propias y cruzadas (Comentario sistemático de los artículos 74-89 TRLSA)*, Monográfico del Consejo General del Notariado, Madrid, 2005, págs. 143-209.

- GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, “Comentario al art. 81 LSA”, en *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, ARROYO, I., y EMBID IRUJO, J.M., (Coords.), 2ª ed., Madrid, 2009.
- GIANNINO, “The regulation of LBOs under English and Italian Company Law”, Working Paper, marzo 2006:  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1448719](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1448719)
- HIDALGO ROMERO y MOYA YOLDI, “Consideraciones sobre la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias a la luz de la tramitación parlamentaria del proyecto de ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles”, *Revista Aranzadi Doctrinal*, Nº 1, 2009 (BIB 2009/242).
- LEIVESLEY, “Financial Assistance: Why a Uniq approach may overcome Chaston”, *Journal of Business Law*, Nº 7, 2011, págs. 725-736.
- LLEBOT MAJÓ, “La geometría del capital social”, *Revista de Derecho Mercantil*, Nº 231, 1999, págs. 37-90.
- LÓPEZ ANTÓN y HERRERO MAZARÍO, “Estructuras más usuales para implementar un LBO en España”, *Revista Española de Capital Riesgo*, Nº 3, 2007, págs. 53-56.
- LÓPEZ MATEO, “Asistencia financiera: análisis y crítica del derecho vigente. Ley 3/2009 (I)”, *Revista de Derecho Mercantil*, Nº 272, 2009, págs. 541-618.
- LÓPEZ MATEO, “Asistencia financiera: análisis y crítica del derecho vigente. Ley 3/2009 (II)”, *Revista de Derecho Mercantil*, Nº 273, 2009, págs. 835-892.
- MANZANO FRÍAS, “La evolución de las operaciones de Leveraged Buy Out y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera”, *Estabilidad Financiera*, Nº 13, 2007, pág. 33 y sigs.
- MINGOT AZNAR, “Contenido y alcance del informe del experto independiente en las fusiones apalancadas del art. 35 LME”, *Revista de Derecho de Sociedades*, Nº 35, 2010, págs. 211-231.
- MINGOT AZNAR, “La prohibición general de asistencia financiera del artículo 81.1 LSA en las operaciones apalancadas. A propósito del Auto de la Sección 28ª de la Audiencia Provincial de Madrid de 9 de enero de 2007”, *Revista de Derecho de Sociedades*, Nº 28, 2007, págs. 371-379.
- MORALEJO MENÉNDEZ, “Comentario al art. 150 LSC”, en ROJO y BELTRÁN (Coords.), *Comentarios a la Ley de Sociedades de Capital*, Pamplona, 2011.



- MULLERAT BALMAÑA, “La asistencia financiera para la adquisición de acciones propias. La Directiva CEE, el derecho español y el derecho inglés”, *Derecho de los Negocios*, Nº 12, 1990-1991, págs. 10-16.
- ORTEGA VERDUGO y ESPEJO-SAAVEDRA EZQUERRA, “Claves sobre la compra apalancada y la prohibición de asistencia financiera”, *Estrategia financiera*, Nº 232, 2006.
- ORTIZ MÁRQUEZ, “La asistencia financiera intragrupo. Comentario a la Sentencia de la Audiencia Nacional de 25 de septiembre de 2008”, *Revista de Derecho de Sociedades*, Nº 34, 2010, págs. 399-420.
- PAZ-ARES y PERDICES HUETOS, “Los negocios sobre las propias acciones”, en URÍA, MENÉNDEZ y OLIVENCIA (Dirs.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Tomo IV, vol. 2º B, Madrid, 2003.
- PAZ-ARES, “Negocios sobre las propias acciones” en *La reforma del derecho español de derecho de sociedades de capital*, AAVV, Madrid, 1987, págs. 473 y sigs.
- RONCERO SÁNCHEZ, “Ámbito de la exigencia del informe de expertos independientes en caso de fusiones posteriores a adquisiciones apalancadas”, *Revista de Derecho de Sociedades*, Nº 35, 2010, págs. 257-265.
- SÁNCHEZ DAFOS, “El efecto de la prohibición de asistencia financiera en las operaciones de *Forward Merger* LBO en España y el efecto de la reforma en Italia”, *Revista de Derecho de Sociedades*, Nº 24, 2005, págs. 487-510.
- SÁNCHEZ GRAELLS y MARCOS FERNÁNDEZ, “Necesidad y sentido de los consejeros independientes. Dificultades para el trasplante al derecho de las sociedades cotizadas españolas”, *Revista de Derecho Mercantil*, Nº 268, 2008.
- SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE y FERNÁNDEZ TORRES, "*Fusiones apalancadas, asistencia y concurso (Oportunidad y acierto del art. 35 LME)*", Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil (2011/38) de la Facultad de Derecho de la Universidad Complutense de Madrid.
- SCHILLING, “Ambiguity and Bad Policy: Should § 546(e) of the Bankruptcy Code be Applied to Leveraged Buyouts of Private Companies?”, *De Paul Business & Commercial Law Journal*, Vol. 9, 2011, pág. 471 y sigs.
- SEGURA DE LASSALETTA, “Las operaciones de adquisición apalancada. Cuestiones generales”, en TRÍAS SAGNIER (Coord.), *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España. Entidades y operaciones*, Madrid-Barcelona, 2006, págs. 137-154.

- SPOLIDORO, “Fusione pericolose”, *Rivista delle Società*, 2004, pág. 247 y sigs.
- SPOLIDORO, “Legalismo e tutela dei diritti: leveraged buy out e leveraged cash out nel nuovo diritto delle società”, *Rivista delle Società*, 2008, pág. 1035 y sigs.
- SUDARSANAM, WRIGHT y HUANG, “Target bankruptcy risk and its impact on going private buyout performance and exit”, *Corporate Governance: An International Review*, N° 3, vol. 19, 2011, págs. 240-258.
- TRÍAS SAGNIER, “La problemática de asistencia financiera”, en TRÍAS SAGNIER (Coord.), *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España. Entidades y operaciones*, Madrid-Barcelona, 2006, pág. 155-176.
- VAQUERIZO ALONSO, *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Madrid, 2003.
- VÁZQUEZ CUETO, *Régimen jurídico de la autocartera*, Madrid, 1995.
- VELASCO SAN PEDRO, “La reforma de la asistencia financiera en Europa”, en *Documentos de Trabajo de Derecho Mercantil*, Universidad Complutense de Madrid, 2006.
- VICENT-CHULIÁ, *Introducción al Derecho Mercantil*, Valencia, 2005, págs. 342-344.
- VIVES RUIZ, *Las operaciones de “public to private” en el derecho de OPAS español*, Pamplona, 2008.
- WARGA y WELCH, “Bondholder losses in leveraged buyouts”, *The Review of Financial Studies*, N° 4, vol. 6, 1993, págs. 959-982.
- WYMEERSCH, “Reforming the Second Company Law”, *Financial Law Institute*, Universiteit Gent, 2006:  
<http://ssrn.com/abstract=957981>