



FACULTAD DE DERECHO

**COMPRA DE EMPRESAS Y ASISTENCIA  
FINANCIERA**

Autor: Pablo Lozano Hernández  
5º E3-C  
Área de Derecho Mercantil

Tutor: Jaime de San Román Diego

Madrid

Abril 2019

## **RESUMEN**

El número de fusiones y adquisiciones en España no deja de incrementarse cada año como vía de reestructuración empresarial, para consolidar cuotas de mercado o con el objetivo de optimizar y aprovechar nuevas oportunidades. Entre ellas destacan la compra de empresas apalancadas y su relación siempre discutida con la prohibición de asistencia financiera, debate que se incrementa tras la publicación de la ley de Modificaciones Estructurales de 2009.

El objetivo de este trabajo es analizar la evolución de la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias en el ordenamiento jurídico español, estudiar la situación actual de las compras apalancadas de empresas para su posterior fusión y su relación con la asistencia financiera a través de la regulación establecida en la Ley de Sociedades de Capital y la Ley de Modificaciones Estructurales, así como distinguir la polémica doctrinal sobre las consecuencias de la infracción.

Palabras clave: asistencia financiera, acciones propias, compras apalancadas, leveraged buyouts, fusiones y adquisiciones.

## **ABSTRACT**

The number of mergers and acquisitions in Spain increases each year as a result of corporate restructuring, to consolidate market shares or with the aim of optimizing and taking advantage of new opportunities. These include the purchase of leveraged companies and their relationship with the prohibition of financial assistance, a debate that has increased following the publication of Ley de Modificaciones Estructurales de 2009.

The aim of this paper is to analyze the evolution of the prohibition of financial assistance in the acquisition of own shares in the Spanish legal system, to study the current situation of leveraged buyouts for their subsequent merger and their relationship with financial assistance through the regulation established in the Ley de Sociedades de Capital y Ley de Modificaciones Estructurales, as well as to distinguish the doctrinal controversy over the consequences of the infringement.

Keywords: financial assistance, own shares, leveraged buyouts, mergers and acquisitions.

## ÍNDICE

Listado de Abreviaturas.....	3
1. Introducción.....	4
2. Asistencia Financiera	
2.1. Antecedentes históricos.....	8
2.2. Fundamento de la prohibición.....	13
2.3. Conductas prohibidas (143 y 150 LSC).....	14
a) Anticipo de fondos.....	14
b) Concesión de préstamos.....	15
c) Préstamo de garantías.....	16
d) Cláusula de cierre.....	16
2.4. Elemento intencional.....	16
2.5. La sociedad asistente y el tercero asistido.....	18
2.6. Excepciones legales a la prohibición.....	19
2.7. Efectos del incumplimiento.....	20
3. Compra apalancada (LBO)	
3.1. Concepto y precedentes.....	22
3.2. Formas de LBO.....	24
3.3. Impacto de la nueva estructura de capital .....	25
3.4. Conflicto de intereses.....	28
3.5. Consecuencias.....	29
3.6. Ventajas e inconvenientes desde un punto de vista económico.....	30
4. Asistencia financiera en la compra apalancada seguida de fusión	
4.1. Concepto y ventajas.....	33
4.2. La Fusión Apalancada y la prohibición de asistencia financiera.....	34
4.3. Examen del artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales	
a) Ámbito objetivo de aplicación.....	38
b) Ámbito subjetivo de aplicación.....	39
c) La aplicación a la escisión y a la cesión global.....	40
d) Los requisitos adicionales del proyecto e informes.....	41
5. Conclusiones.....	44
6. Bibliografía.....	46

## **ABREVIATURAS**

LSC – Ley de Sociedades de Capital.

LSA – Ley de Sociedades Anónimas.

LSRL – Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada.

LME – Ley de Modificaciones Estructurales.

CEE – Comunidad Económica Europea.

CE – Comunidad Europea.

TRLSA – Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

CC – Código Civil.

ASCRI – Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión.

LBO – Leveraged BuyOut.

FMLBO – Forward Merger Leveraged BuyOut.

OPA – Oferta al Público de Adquisición.

BOE – Boletín Oficial del Estado.

PYME – Pequeñas y Medianas Empresas.

## **1. INTRODUCCIÓN**

En los últimos años, coincidiendo con el final de la crisis económica que afectó al tejido empresarial español, una de las actividades en el ámbito del Derecho Mercantil y de Sociedades que más ha destacado son las operaciones de integración. Dentro de ellas, las fusiones y adquisiciones lideran estas operaciones por su magnitud y volumen.

En este proceso por lo general actúan dos sociedades, la sociedad adquiriente por una lado, y la sociedad objetivo o target, por otro. En el ejercicio de esta maniobra, es común que la sociedad adquiriente recurra al endeudamiento financiero para la compra de la sociedad objetivo, haciéndose esta última responsable del pago de la deuda en un momento posterior. Este fenómeno, conocido como adquisición apalancada o leveraged buyout (LBO), ha suscitado numerosos debates en la doctrina por los riesgos que implica. Además, puede que posteriormente estas dos empresas se fusionen, dando lugar a una fusión apalancada.

Una de las formas de proteger los riesgos e intereses que se desprenden de esta actividad societaria tiene un largo recorrido en el ordenamiento jurídico comunitario y más tarde se integró en nuestro ordenamiento interno en lo que se conoce como asistencia financiera. Esta operación prohibida en nuestras leyes consiste en trasladar el coste de la adquisición sobre el patrimonio de la sociedad adquirida, por el riesgo que supone para los socios así como terceros acreedores de esa empresa, como estudiaremos en el primer bloque del trabajo.

Por ello, el consolidado apalancamiento financiero utilizado por las empresas como forma de financiación para aumentar su rentabilidad choca con los riesgos que supone que sea la sociedad objetivo la que esté financiando su propia compra y el perjuicio para socios y acreedores en caso de que la operación fracase.

La prohibición de asistencia financiera estaba regulada en la Ley de Sociedades Anónimas (LSA) y en la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada (LSRL), que a partir de 2010 se integran en la Ley de Sociedades de Capital (LSC). Concretamente, en

sus artículos 143 y 150. Por su parte, para regular determinadas situaciones que influyen en las operaciones de asistencia financiera en el proceso de compras apalancadas seguidas de una fusión, también denominadas fusiones apalancadas, se publica la Ley de Modificaciones Estructurales (LME) en el año 2009.

El objetivo de este trabajo es analizar la evolución de la prohibición de asistencia financiera en la adquisición de acciones propias en el ordenamiento jurídico español, los debates en torno a su interpretación a lo largo de su vigencia y su aplicación en la compra de empresas y fusiones apalancadas, así como los debates que su regulación formulan en la doctrina, incluyendo el examen de la LME que trata de aclararlo, así como distinguir la polémica doctrinal sobre las consecuencias de la infracción.

Para realizar esta tarea de investigación se llevará a cabo un estudio sobre el marco normativo establecido en los boletines oficiales que intervienen directamente en la regulación de este ilícito, el fundamento de la prohibición así como del ámbito objetivo y subjetivo de su aplicación. A continuación, se efectuará un arqueo documental entre las diversas fuentes de información, entre las que destacan obras literarias de derecho de sociedades y mercantil, tesis y artículos técnicos de revistas del citado ámbito, con el objetivo de identificar las diferentes posturas e interpretaciones a las que este artículo es sometido. Seguidamente se establecerá la postura de la jurisprudencia y sus interpretaciones más recientes para facilitar el sentido y la finalidad de la prohibición.

La estructura del trabajo se divide en tres bloques principales que siguen un orden material y cronológico que avanza hasta la última regulación de tal manera que se facilita la comprensión del objeto de estudio. El primero de ellos tiene que ver con la prohibición de asistencia financiera, el segundo con las compras apalancadas y por último la asistencia financiera en la compra apalancada seguida de fusión.

Para ello, se hará un recorrido en primer lugar sobre el origen de la asistencia financiera y como se produce la adaptación del sistema comunitario a nuestro régimen legal. También se recogerán los precedentes normativos que existían en el ordenamiento interno, de tal manera que se puedan entender las razones de su aparición y los elementos

necesarios para vulnerar la infracción. Este apartado será imprescindible para entender y explicar la prohibición de asistencia financiera en las compras apalancadas seguidas de fusión.

A continuación, tendrá lugar el estudio del concepto de compra de empresas a través de financiación externa o apalancamiento, también conocida como Leveraged Buy-Out o compra apalancada. Se detallarán las principales características de este modelo de compra de empresas surgido en Estados Unidos en la década de los 60, los riesgos que implica para la economía en su conjunto así como los diferentes tipos de compra apalancada que se pueden dar en el ejercicio de esta actividad societaria. También se examinarán sus ventajas e inconvenientes desde un punto de vista económico y de la posición de la doctrina respecto a la normativa vigente.

Por último, se llevará a cabo el análisis de la prohibición de asistencia financiera en las compras apalancadas seguidas de fusión. Es decir, se unificarán y complementarán los dos bloques anteriores en el ámbito de las fusiones y adquisiciones de empresas. Para ello se examinará el artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales cuyo objetivo es aclarar el debate doctrinal que existía en torno a estas operaciones, y se detallará si finalmente lo consigue.

## **2. ASISTENCIA FINANCIERA**

### **2.1. Antecedentes históricos**

La asistencia financiera es una práctica prohibida que comprende las operaciones societarias destinadas a facilitar a terceros con ayuda financiera la adquisición de acciones de la propia empresa que financia.<sup>1</sup>

Esta prohibición tiene, con diversos matices, un largo recorrido en España y finalmente se muestra como el resultado de canalizar la Directiva 2006/68/CE<sup>2</sup> comunitaria en el ordenamiento jurídico interno para alcanzar los fines y objetivos de la norma dictada a nivel europeo. Por ello, es el momento de adhesión de España a la Comunidad Económica Europea (CEE) cuando aparece esta norma en el sentido regulado actualmente. Sin embargo, para entender esta discusión vamos a observar lo que podemos entender como la evolución de la norma desde sus primeros vestigios en nuestro país.

Para ello, y antes de analizarlo en siguientes apartados, voy a enunciar la regulación actual, de tal manera que la comparación y la referencia del objeto de estudio sea más evidente. Actualmente, la prohibición de asistencia financiera para la compra de acciones propias está regulada en la Ley de Sociedades de Capital (LSC). El artículo 143 se refiere a la sociedad limitada mientras que la regulación para las sociedades anónimas la encontramos en el artículo 150.

#### ***“Artículo 143. Negocios prohibidos a la sociedad de responsabilidad limitada.***

*1. La sociedad de responsabilidad limitada no podrá aceptar en prenda o en otra forma de garantía sus propias participaciones ni las participaciones creadas ni las acciones emitidas por sociedad del grupo a que pertenezca.*

*2. La sociedad de responsabilidad limitada no podrá anticipar fondos, conceder créditos o préstamos, prestar garantía, ni facilitar asistencia financiera para la adquisición de*

---

<sup>1</sup> Alfaro Águila-Real, J. (2017). “Lecciones: Asistencia para la adquisición de acciones propias”.

<sup>2</sup> Directiva 2006/68/CE “del parlamento europeo y del consejo de 6 de septiembre de 2006 por la que se modifica la Directiva 77/91/CEE del Consejo en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital.”

*sus propias participaciones o de las participaciones creadas o las acciones emitidas por sociedad del grupo a que la sociedad pertenezca.”<sup>3</sup>*

***“Artículo 150. Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias y de participaciones o acciones de la sociedad dominante.***

*1. La sociedad anónima no podrá anticipar fondos, conceder préstamos, prestar garantías ni facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición de sus acciones o de participaciones o acciones de su sociedad dominante por un tercero.*

*2. La prohibición establecida en el apartado anterior no se aplicará a los negocios dirigidos a facilitar al personal de la empresa la adquisición de las acciones de la propia sociedad o de participaciones o acciones de cualquier otra sociedad perteneciente al mismo grupo.*

*3. La prohibición establecida en el apartado primero no se aplicará a las operaciones efectuadas por bancos y demás entidades de crédito en el ámbito de las operaciones ordinarias propias de su objeto social que se sufraguen con cargo a bienes libres de la sociedad.”<sup>4</sup>*

Analizando estos artículos, podemos distinguir en la redacción dos partes; la prohibición de aceptar en prenda o cualquier otra garantía sus propias participaciones, por un lado, y la asistencia financiera propiamente dicha, que prohíbe facilitar financiación a un tercero para la adquisición de acciones propias, por otro. Teniendo presente estos artículos, vamos a explicar como se ha llegado hasta ellos, sabiendo que el verdadero origen del sentido actual se inicia a raíz de la Segunda Directiva de Sociedades de 1976.<sup>5</sup>

El primer momento del que se tiene conocimiento de una norma similar a la prohibición de asistencia financiera tiene que ver con las leyes especiales del 28 de enero de 1856 que prohibían a las sociedades bancarias conceder préstamos sobre la garantía

---

<sup>3</sup> Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la LSC.

<sup>4</sup> Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la LSC.

<sup>5</sup> Segunda Directiva 77/91/CEE “del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados Miembros a las sociedades, definidas en el párrafo segundo del artículo 58 del Tratado, con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital.”

de sus propias acciones. Podemos considerar que estas leyes eran muy limitadas, no solo por su ámbito de aplicación, ya que solo afectaban a sociedades bancarias, sino también por los supuestos que prohíbe, donde solo se cita el préstamo con garantía de las acciones.

*“Artículo 15: No podrán los Bancos hacer préstamos sobre la garantía de sus propias acciones. Tampoco podrán negociar en efectos públicos.”*<sup>6</sup>

“Lo que pretendían evitar estas leyes era una práctica común a través de la cual los bancos, para facilitar la suscripción de sus acciones, aceptaban en prenda sus propias acciones.”<sup>7</sup> Esto no lo podemos considerar estrictamente como una forma de asistencia financiera, pues lo que se prohíbe es aceptar en garantía sus propias acciones, y no que la finalidad del préstamo sea comprar participaciones del banco.

En un segundo momento, el Proyecto de Código de comercio de 1882 extiende la regulación de estas leyes para todas las sociedades anónimas de crédito y en el Código de comercio de 1885 se amplía a todas las sociedades anónimas no solo la prohibición de ofrecer acciones de la sociedad como forma de garantía, sino también del préstamo para comprar acciones propias, mostrando el interés por regular esta práctica y extendiendo a los dos supuestos regulados. Por ello en este momento, ya observamos dos supuestos autónomos que habrá que tratar de forma diferente; tanto la prohibición de comprar acciones propias como la de garantizar un préstamo con sus propias acciones. Así, sus artículos 166 y 167 expresaban:

*“Artículo 166. Las compañías anónimas únicamente podrán comprar sus propias acciones con los beneficios del capital social para el solo efecto de amortizarlas. En caso de reducción del capital social, cuando procediese con forme a las disposiciones de este Código, podrán amortizarlas también con parte del mismo capital, empleando al efecto los medios legales que estimen convenientes. Artículo 167: Las Compañías Anónimas no podrán prestar nunca con la garantía de sus propias acciones.”*<sup>8</sup>

---

<sup>6</sup> Gaceta de Madrid núm. 1121, de 29/01/1856, página 1. Departamento: Ministerio de Hacienda, (Referencia BOE-A-1856-1083)

<sup>7</sup> Velasco San Pedro, L.A.(1985) “La adquisición por la sociedad emisora de sus propias acciones”.

<sup>8</sup> Real decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica el Código de Comercio. - Boletín Oficial del Estado de 16-10-1885

En esta última regulación encontramos un supuesto más parecido a la prohibición de asistencia financiera actual, reflejando el recorrido histórico que tiene esta norma si bien en un contexto diferente, pues lo que se trataba era de eludir suscripciones ficticias de acciones. En este caso, la principal diferencia con la regulación actual tiene que ver con el préstamo como referencia de la prohibición, mientras que ahora se prohíbe cualquier garantía sobre las acciones propias, así como cualquier forma de financiación. Además, a la hora de interpretar estas normas, doctrina y jurisprudencia aplicaron un criterio restrictivo, excluyendo supuestos que ahora se consideran asistencia financiera.

Esta norma se mantuvo vigente hasta la promulgación de la Ley de Sociedades Anónimas de 1951. En su artículo 47 se mantenía la prohibición de adquirir las propias acciones, pero no se encuentra ninguna referencia a cerca de aceptar en garantía de un préstamo esas acciones. Por ello, esta laguna se subsanó a través de una disposición adicional de la Ley, por la cual el artículo 167 del Código de comercio de 1885 mencionado anteriormente se mantuvo vigente.

***“Artículo 47: Adquisición de acciones propias por la sociedad.***

*La sociedad podrá adquirir sus propias acciones con cargo al capital social únicamente para amortizarlas, previo acuerdo de reducción del capital, adoptado conforme a las disposiciones de esta ley.*

*Con los beneficios y reservas libres, y al solo efecto de amortizarlas, podrá la sociedad adquirir sus acciones por compraventa o permuta. Con cargo a estos mismos bienes, y por otro título oneroso, podrá también la sociedad adquirir las acciones sin necesidad de amortizarlas, cuando la adquisición se haga para evitar un daño grave y haya sido autorizada por acuerdo de la junta. Es lícita la adquisición de acciones propias a título gratuito.*

*Las acciones que adquiera la sociedad a título oneroso deberán estar totalmente desembolsadas, y en los supuestos en que no haya de amortizarlas, deberá venderlas en el más breve plazo. Entretanto, quedará en suspenso el ejercicio de los derechos incorporados a las acciones que posea la sociedad.”<sup>9</sup>*

---

<sup>9</sup> Ley de 17 de julio de 1951 sobre régimen jurídico de las sociedades anónimas. Documento BOE-A-1951-7800. Boletín Oficial del Estado, núm. 199 de 18 de julio de 1951, páginas 3355 a 3374.

Es importante señalar que el ámbito de aplicación de este artículo viene delimitado por aquellos títulos que otorgan a su titular la posición jurídica de socio, tal y como es considerado mayoritariamente por la doctrina. Por ello los títulos que no llevaran implícitos la condición de socio, no estarían prohibidos. También, tal y como defiende José Girón Tena<sup>10</sup>, “se ha de estudiar el sentido del término adquisición, para determinar la licitud o ilicitud de determinadas operaciones. En este caso se consideró de forma mayoritaria un sentido amplio que alcanza tanto a las adquisiciones derivativas como aquellas originarias de acciones propias. También, la doctrina entiende que la prohibición se limita al resultado de que la sociedad sea socia de si misma, es decir, que sea titular del derecho de propiedad de la acción.”

“Como se puede observar, se incluyen excepciones a la prohibición que no se consideran perjudiciales para los accionistas y acreedores. Concretamente aquellas con cargo al capital para reducir el mismo a través de la compra de acciones propias, aquellas con cargo a beneficios y reservas libres en determinados supuestos, así como las adquisiciones a título gratuito. En este último caso, operaciones como la herencia o la donación no estaban exentas de peligro por el perjuicio económico que podía tener para la sociedad la adquisición de acciones que no estuvieran íntegramente desembolsadas.”<sup>11</sup>

Por último, la principal consecuencia que otorgó el legislador al incumplimiento de esta norma fue la suspensión de los derechos asignados a estas acciones mientras fueran titularidad de la sociedad. “Como señala la doctrina, esto se debe a razones puramente pragmáticas con el objetivo de impedir abusos de los administradores, que perjudicasen al resto de accionistas e incluso a la misma sociedad. En este caso, la doctrina también se mantuvo crítica por la falta de un régimen jurídico completo en la materia, que distinguió entre diferentes situaciones para responder si estos actos daban lugar a la nulidad, anulabilidad o responsabilidad de los administradores.”<sup>12</sup> El estudio de este artículo se podría alargar, pero lo consideramos suficiente con relación a los objetivos de esta prohibición en su parte histórica.

---

<sup>10</sup> Giron Tena, J. (2000). “La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias en las sociedades anónimas”

<sup>11</sup> Velasco San Pedro, L.A. (1985). “La adquisición por la sociedad emisora de sus propias acciones.”

<sup>12</sup> Bayona Giménez, R.(2002). “La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias.”

El siguiente paso en este proceso tiene que ver con el anteproyecto de ley de sociedades anónimas de 1979, en el que participaron los mismos expertos en Derecho mercantil y de sociedades que más tarde se encargarían de elaborar la elaboración de la normativa adaptada a las Directivas comunitarias. La doctrina destaca un gran avance y una regulación moderna de las sociedades anónimas teniendo en cuenta que España todavía no formaba parte de la CEE y, por tanto, estos legisladores no buscaban adaptar el derecho español a las Directivas comunitarias.

“El anteproyecto de ley de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la CEE en materia de sociedades de 1987 da el siguiente impulso para preparar la adaptación de nuestro ordenamiento a las directivas comunitarias en materia de sociedades y, por lo tanto, en materia de negocios sobre las propias acciones el legislador tuvo en consideración las pautas marcadas por la Segunda Directiva CEE.”<sup>13</sup>

En esta redacción todavía no encontramos el término de asistencia financiera, sino prohibiciones para distintas operaciones en la adquisición de acciones de una sociedad por un tercero. Esta regulación seguía suscitando críticas por la falta de concreción del negocio causal, de secuencia temporal o un marco jurídico más completo para regular los efectos de su incumplimiento. Si bien no es idéntico en sus términos, se puede considerar una transcripción del artículo 23 de las Segunda Directiva CEE. Llama la atención el segundo apartado, referente a la excepción de los bancos sin ningún tipo de justificación, poniendo en riesgo una sociedad y permitiendo la prohibición a una sociedad sobre otras.

### **“Artículo 23**

*1 . Una sociedad no podrá adelantar fondos , ni conceder préstamos , ni dar garantías para la adquisición de sus acciones por un tercero .*

*2 . El apartado 1 no se aplicará ni a las transacciones hechas en el marco de las operaciones corrientes de los bancos y demás establecimientos financieros , ni a las operaciones efectuadas para la adquisición de acciones por o para el personal de la sociedad o de una sociedad afín a ésta . No obstante , estas transacciones y operaciones*

---

<sup>13</sup> Bayona Giménez, R. (2002). “La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias.”

*no podrán tener por efecto que el activo neto de la sociedad sea inferior al importe mencionado en la letra a ) del apartado 1 del artículo 15 .*

*3 . El apartado 1 no se aplicará a las operaciones efectuadas con miras a la adquisición de acciones mencionadas en la letra h ) del apartado 1 del artículo 20. ”<sup>14</sup>*

Definitivamente es la Ley 19/1989, de 25 de julio, de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la CEE, con cambios sobre el anterior anteproyecto a raíz del estudio de los expertos y doctrina más cualificada lo que se considera la primera manifestación de la prohibición de realizar operaciones de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias tal y como hoy la conocemos. Estaba recogido en su artículo 45 acompañado del régimen sancionador en su artículo 47.

“Sin embargo, esta redacción no llegó a estar vigente puesto que el mismo día de su entrada en vigor fue derogada por la disposición derogatoria del Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre que aprobó el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (TRLSA), ubicándose en los artículos 81 y 89.”<sup>15</sup>

Finalmente, estos preceptos se recogen en la LSC tal y como están enunciados al principio de este capítulo. De esta manera, cerramos el análisis sobre las sucesivas correcciones y modificaciones que se llevaron a cabo para regular la prohibición de la asistencia financiera.

## **2.2. Razones que fundamentan la prohibición.**

Como hemos avanzado, se considera asistencia financiera al apoyo financiero que se facilita a un tercero para que adquiera acciones de la propia empresa que facilita la financiación, mientras que se añade en el mismo artículo la prohibición que venimos

---

<sup>14</sup> Segunda Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados Miembros a las sociedades, definidas en el párrafo segundo del artículo 58 del Tratado, con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital.

<sup>15</sup> Bayona Giménez, R. (2002). “La prohibición de asistencia financiera para a la adquisición de acciones propias.”

observando de aceptar en garantía acciones de la propia empresa. Es decir, el supuesto tiene lugar cuando un comprador no realiza ningún desembolso para la adquisición a título propio de acciones de la sociedad.

El principal motivo por el cual la legislación comunitaria regula estas operaciones tiene que ver con la defensa de los intereses de dos grupos diferenciados, los accionistas de una sociedad, así como de terceros acreedores.

Respecto al primer grupo, estas operaciones pueden terminar en abusos de poder por parte de los administradores sobre la junta general, favoreciendo la venta de acciones a inversores que a cambio apoyen su gestión. También, en relación con los derechos y obligaciones que de ser propietario de estas acciones se derivan, es posible que los administradores puedan manipular con estas operaciones el mando y gobierno de las sociedades. Por último, se puede añadir una última protección en este grupo que pretende evitar la prohibición, la manipulación de la cotización de las acciones aumentando su demanda con la ayuda financiera que la empresa otorga a terceros.

Por otra parte, es evidente que se lleva a cabo una reducción de la tesorería o un aumento del pasivo, por lo que aquellos interesados externos ajenos a la sociedad que se ven perjudicados por esta operación son los terceros acreedores de la sociedad, puesto que el endeudamiento es mayor y existe un capital ficticio que ha financiado la propia sociedad, con los riesgos de solvencia que pueden resultar en impagos para los acreedores.

### **2.3. Conductas prohibidas (143 y 150 LSC)**

#### **a) Anticipo de fondos**

El hecho de que esta norma sea una adaptación de la normativa comunitaria da lugar a la interpretación por parte de la doctrina de elementos que en nuestra legislación no están regulados o definidos, como es el caso del anticipo de fondos de la sociedad objetivo en favor del tercero adquirente. Por ello el principal problema de este elemento es su falta de definición jurídica.

“En este supuesto la doctrina esta dividida, entre los que entienden este anticipo estrictamente como un contrato similar al préstamo mediante la entrega de una suma de dinero anticipada, y aquellos que se refieren a cualquier acción que tenga que ver con pagos adelantados. En este último sentido, lo que se prohíbe sería la satisfacción de una deuda antes de su vencimiento, y cualquier operación similar, como puede ser el pago a cuenta cuando no fuere necesario o la puesta a disposición anticipada de dinero, siempre ligado a la finalidad de que el receptor del anticipo adquiera acciones de la sociedad.”<sup>16</sup>

En opinión de Ricardo Bayona Giménez, ninguna de las dos perspectivas anteriores puede acomodarse al ordenamiento español, y propone una tercera visión consistente en la mera transmisión del dinero de la sociedad al tercero. Así, la prohibición alcanzaría cualquier negocio que implicase la entrega de bienes o dinero a un tercero, sin necesidad de una relación contractual anterior. Sin embargo, dar fondos no es lo mismo que anticipar fondos, por lo que se considera de manera unánime que sería necesario sustituir esta fórmula o adaptarla en los siguientes supuestos para superar la inseguridad jurídica de este elemento.

### **b) Concesión de préstamos**

La segunda conducta prohibida también da lugar a dos perspectivas diferentes otro debate doctrinal, se puede entender prohibido el préstamo en el sentido estricto del contrato de préstamos regulado en el artículo 1.740 del Código Civil (CC), o bien en un sentido más extenso y considerar prohibido cualquier negocio que suponga la concesión de crédito por la sociedad a un tercero.

Atendiendo a la doctrina mayoritaria, no hay que hacer extensible el término y por tanto se asume la literalidad de la norma en lo que al préstamo se refiere, y por ello se considera un interpretación estricta del préstamo tal y como se define en el artículo 1740 CC.

---

<sup>16</sup> Carretero Pires, A. (2008). “Prohibición de asistencia financiera: concepto y aplicación a operaciones de adquisiciones apalancadas.”

### **c) Préstamo de garantías**

En palabras de Ana Carretero, “el préstamo de garantías implica la constitución del patrimonio de la sociedad en garantía de una obligación principal asumida por el tercero adquirente de las acciones poniendo en peligro los intereses implicados en las demás modalidades financieras, como el incumplimiento por parte del garantizado de su obligación principal, o el peligro de manipulación de las cotizaciones de las sociedades.”<sup>17</sup> Cabe destacar la irrelevancia de la entidad prestamista, pudiendo ser un banco o cualquier otra entidad que proporcione ayuda financiera.

### **d) Cláusula de cierre**

Finalmente, el artículo prohíbe cualquier negocio de asistencia financiera que facilite la adquisición de acciones propias por parte de un tercero adquirente, por lo que se añaden aquellas operaciones que no se incluyen en las tres explicadas anteriormente y se evita la posible inseguridad jurídica que cabría si no existiera esta cláusula, en la que sería necesario interpretar si los casos anteriores se abrían por analogía a más operaciones.

Analizadas las conductas prohibidas, queda claro que el objetivo de esta cláusula es evitar la disminución del patrimonio que podría perjudicar a accionistas y acreedores interesados siempre a través de este tipo de operaciones. La doctrina cualificada ha entendido que para que tenga lugar la asistencia es requisito indispensable la atribución patrimonial para la posterior adquisición de acciones por parte del tercero asistido y no la simple cooperación con una finalidad diferente.

## **2.4. Elemento intencional**

El análisis de la doctrina más autorizada entiende que para que se cumpla el supuesto legal prohibido es requisito indispensable un elemento intencional subjetivo, una relación causal entre el negocio de asistencia financiera y la adquisición de acciones

---

<sup>17</sup> Carretero Pires, A. (2008). “Prohibición de asistencia financiera: concepto y aplicación a operaciones de adquisiciones apalancadas.” Anuario de la Facultad de Derecho,1, (p.p. 409-433)

por el tercero. Este elemento subjetivo se adhiere a la redacción del artículo desde el momento en que se adapta la normativa interna a la Segunda Directiva, puesto que se pone de manifiesto que en la finalidad de esta operación el tercero debe adquirir la condición de propietario de las acciones de la sociedad. Los artículos recogidos en la LSC se limitan a prohibir la asistencia financiera únicamente cuando el tercero adquiera el derecho pleno de las acciones, no prohibiendo cualquier otro derecho sobre las mismas.

Por esta razón, el motivo o fundamento de este negocio debe ser un elemento clave y preciso en la operación. Sin embargo, es evidente que al tratarse de un elemento subjetivo su dificultad probatoria es muy elevada, teniendo que investigar y examinar con profundidad las voluntades de las diferentes partes en el negocio, el curso de la operación y los negocios sucesivos.

Después de analizar el concepto de asistencia financiera, esto nos permite diferenciar dos negocios opuestos, entre los que tienen la intención de proporcionar fondos a un tercero para adquirir acciones de la propia empresa, y aquellos que tienen otra finalidad societaria, económica o financiera alternativa, en cuyo caso solo se prohíben los supuestos recogidos en el primer grupo. Sin embargo, puede que en aquellos que tengan otra finalidad o esté justificada por el tráfico ordinario de negocios de la sociedad, el tercero termine comprando acciones de la empresa, como es el caso de las compras apalancadas (Leveraged Buy-Outs), que analizaremos más adelante con el correspondiente debate doctrinal sobre su legalidad.

En definitiva, hay que destacar que en nuestro ordenamiento jurídico el elemento subjetivo o finalista juega una posición clave en la tipificación legal de la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias.

## **2.5. La sociedad asistente y el tercero asistido,**

### **a) Sociedad asistente**

Toda sociedad anónima o limitada puede ser asistente y vulnerar el hecho protegido por la ley de asistencia financiera, incluidas las especiales como las laborales, profesionales o comanditarias por acciones.

Además, a diferencia de lo que ocurre con la autocartera, el hecho de que la sociedad cotice o no en bolsa no es relevante. Por último, no hay que olvidar los casos de incumplimiento de los artículos 143 y 150 LSC en forma de asistencia financiera disimulada, es decir, cuando los fondos aportados a un tercero por la sociedad filial tienen el objetivo de adquirir acciones de la matriz.

### **b) Tercero financiado**

Si bien el artículo 143 LSC lo omite (no queda claro si por voluntad del legislador o por otros motivos)<sup>18</sup>, en el artículo 150 LSC encontramos una referencia en la que se establece que la adquisición de acciones debe ser realizada por un tercero, por lo que es necesario distinguir dos partes en el negocio jurídico, la sociedad asistente y el tercero asistido.

Por tanto, tal y como establece Rafael Sebastián Quetglas “puede ser tercero financiado cualquier persona distinta de la sociedad, lo serán tanto socios que aumentan su participación como terceros que las adquieren de nuevas. Eso supone que la propia sociedad asistente no es tercero y por tanto, si la misma provee de fondos a un tercero que obra por cuenta de la sociedad para que este realice la adquisición, la norma aplicable no será la de asistencia sino la de adquisición de autocartera por medio de persona interpuesta.”<sup>19</sup> Por ello, es lícito que una sociedad se preste asistencia a sí misma en una operación de autocartera a través de la financiación de una filial.

---

<sup>18</sup> Sebastián Quetglas, R. (2018). “Manual de fusiones y adquisiciones de empresas.”

<sup>19</sup> Sebastián Quetglas, R. (2018). “Manual de fusiones y adquisiciones de empresas.”

De esta manera, supone un supuesto especial considerar asistencia financiera cuando una sociedad dependiente recibe asistencia de la dominante para adquirir acciones de esta última. La mayor parte de la doctrina no encuentra cabida a la asistencia financiera en este supuesto debido a la identidad del conjunto económico que participa en la operación, no observando un propio interés de la sociedad adquiriente. En definitiva, para diferenciar la autocartera indirecta de la asistencia financiera será necesario observar la alteridad de personas e intereses en la operación.

Por último, se plantea otro debate en torno a la asistencia indirecta, como puede ser el supuesto en que la sociedad garantice con bienes sociales el préstamo que el adquiriente contrata con un banco, es decir, el negocio se establece con un sujeto diferente del que finalmente adquiere las acciones. En este caso, es suficiente con que el tercero sea sustancialmente beneficiado y la diferencia entre quien es inmediatamente garantizado y el adquiriente final de las acciones es irrelevante para subsumir el supuesto en la prohibición. Con esto queda claro que no importa la estructura de la operación mientras la finalidad sea financiar la adquisición de un tercero.

## **2.6. Excepciones legales a la prohibición**

En la redacción de los artículos 143 y 150 de la LSC encontramos dos excepciones al supuesto típico de la prohibición general contemplada en el primer apartado, y son aquellas operaciones de financiación: “(i) efectuadas con cargo a bienes libres por bancos u otras entidades de crédito en el ámbito de la contratación ordinaria propia de su objeto social y; (ii) los negocios dirigidos a facilitar al personal de la empresa la adquisición de las acciones de la propia sociedad asistente o de alguna sociedad del grupo.”<sup>20</sup>

De la misma forma que ocurre con el resto de la norma, nos encontramos ante una referencia directamente importada del artículo 23 de la Segunda Directiva, de tal manera que estas excepciones tienen un motivo histórico que todavía se mantiene en la actualidad. La primera de ellas responde a la seguridad jurídica que se debe mantener en el sistema financiero a través de los bancos y de sus operaciones de tráfico ordinarias. Mientras, en

---

<sup>20</sup> Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la LSC.

el segundo, hay que remontarse a los planes de desarrollo de accionariado laboral en el momento industrializado de su redacción para entenderlo. El principal debate doctrinal actual surge a la hora de delimitar el alcance de quienes se consideran personal de la empresa.

### **2.7. Efectos del incumplimiento de la prohibición**

El incumplimiento de esta prohibición separa sus efectos a través del art.157 LSC en dos vertientes distintas, una administrativa-sancionadora y otra civil. En lo referente al carácter administrativo-sancionador, la LSC dispone de un régimen sancionador con multas de hasta el valor nominal adquirido con asistencia financiera. Estas sanciones afectarían a los administradores de las sociedades administradoras o incluso de la sociedad dominante que hubieran impulsado la operación ilícita.

Por otra parte, y aunque no aparece establecido en la LSC, la infracción de esta prohibición tiene consecuencias en un plano civil o privado (si bien no es una solución unánime, tanto en la doctrina por admitir la asistencia financiera en determinados supuestos, como por la jurisprudencia hasta octubre de 2018 cuando se pronunció el Supremo, ya que en ocasiones se exceptuaba la aplicación de las consecuencias civiles). Esta se corresponde principalmente con la aplicación del artículo 6.3 CC, que establece la nulidad del negocio jurídico que vulnera una norma imperativa. El problema surgía a la hora de interpretar el alcance de la nulidad de los negocios jurídicos diferentes de la asistencia financiera, pero que tuvieran alguna relación con la misma.

Es decir, en el supuesto de que una sociedad financie o garantice la adquisición de su capital, hay que considerar si es nulo únicamente el acto de asistencia financiera (financiación o garantía), o el mismo se extiende al negocio de adquisición del capital de la sociedad. En este sentido se pronunció recientemente el Tribunal Supremo en su sentencia n.º 541/2018, de 1 de octubre, dejando clara cualquier sospecha susceptible de polémica. En esta resolución, el tribunal señaló que *“la nulidad de la asistencia financiera no alcanza a la (...) transmisión de las propias participaciones financiadas”*.

En este caso una sociedad transmitió parte de sus participaciones en autocartera, facilitando que se retrasara el pago del precio. Esta práctica se valoró como un beneficio injustificado para el adquirente, constitutivo de asistencia financiera. Sobre este hecho, el Tribunal Supremo declaró que la finalidad de la norma no obliga a anular “*la transmisión que ha sido financiada con la asistencia de la propia sociedad*”, siendo suficiente con que “*se anule y deje sin efecto la operación de financiación*” (esto es, la operación de asistencia financiera). Todo ello, pese a que el aplazamiento debía ser anulado por ser contrario a una norma imperativa.

Con esta resolución, se aclaran las dudas sobre de las consecuencias civiles de vulnerar la prohibición de asistencia financiera, y se aporta seguridad jurídica a esta tipificación legal habitual y que a su vez pasa desapercibida en operaciones societarias.

### **3. LAS COMPRAS APALANCADAS**

#### **3.1. Concepto y precedentes**

En una compra apalancada, una empresa es adquirida por una firma de inversión especializada (generalmente conocidas como private equity) que utiliza una proporción relativamente pequeña de capital y por el contrario relativamente elevada de financiación externa, es decir, de endeudamiento. Por lo general este tipo de operaciones dan lugar a importantes modificaciones en la estructura de la relación entre recursos propios y recursos ajenos de la empresa.

En una operación típica de compra apalancada, la firma adquiriente o de private equity se hace con el control mayoritario de una firma existente. En esta transacción lo relevante no consiste en recurrir a financiación ajena para adquirir la empresa, sino que la deuda se garantice con activos de la empresa objetivo, o que vayan a ser pagados con los futuros flujos efectivos de la misma. Esta práctica es comúnmente conocida como Leveraged Buy-Out (LBO).

Desde un punto de vista financiero, la principal característica de esta operación tiene que ver con el hecho de que sea la propia empresa objetivo la que soporta la deuda con la que se compraron sus acciones. La Asociación Española de Entidades de Capital-Riesgo (ASCRI) define la LBO como:

*“Compra de empresas en las que una parte sustancial del precio de la operación es financiada con recursos ajenos, en parte garantizados por los propios activos de la empresa adquirida, y otra con capital aportado por los inversores de la operación, que se convierten en propietarios. En estas operaciones lo habitual es que la empresa objetivo tenga unos flujos de caja consistentes, estables y lo suficientemente elevados como para poder hacer frente al pago de los intereses y amortización del principal de la deuda.”<sup>21</sup>*

---

<sup>21</sup> Asociación Española de Capital, crecimiento e inversión. Private Equity. <https://www.ascrri.org/que-es-el-capital-riesgo/private-equity/>

Las compras apalancadas surgieron por primera vez como un fenómeno importante en los años ochenta en Estados Unidos, en su mayoría para transformar entidades públicas en privadas. A medida que la actividad de compra apalancada aumentaba en esa década, las firmas de private equity aplicaron estructuras de capital altamente apalancadas (que a menudo se basan en el financiamiento de bonos basura). Según varios expertos, estas estructuras eran mejores a las de una empresa pública típica con accionistas dispersos, bajo apalancamiento y débil gobierno corporativo. Unos años más tarde, el mercado de bonos basura colapsó y un gran número de compras apalancadas terminaron en incumplimiento y quiebra; y las compras apalancadas de empresas públicas prácticamente desaparecieron a principios de los años noventa.

Pero el mercado de compra de empresas con este método no había finalizado. Si bien las compras apalancadas de empresas públicas fueron relativamente escasas durante los años 90 y principios de los 2000, las empresas de capital privado continuaron comprando compañías y sociedades privadas. A mediados de la década de 2000, las transacciones de público a privado reaparecieron cuando Estados Unidos (y el resto del mundo) experimentando un segundo boom de LBOs.

Por su parte, las LBO llegaron a Europa a mediados de la década de 1980 cuando varias empresas de private equity de Estados Unidos decidieron expandirse globalmente, abriendo oficinas en Londres y otras ciudades europeas importantes, ayudando así a desarrollar estas operaciones. En estas transacciones, estas empresas han proporcionado capital especialmente para pequeñas y medianas empresas (PYME), lo que les permite crecer más rápido y crear nuevos puestos de trabajo, contribuyendo así a la recuperación económica de Europa después de la crisis mundial y generando valor para sus partes interesadas.

Al mismo tiempo, un número creciente de inversores europeos, incluidos los fondos de pensiones, las compañías de seguros, y las oficinas familiares, están aumentando significativamente sus participaciones al private equity como una clase de activos con el objetivo de obtener la máxima rentabilidad.

### **3.2. Formas de LBO**

Si bien las más comunes son las dos primeras, (MBO y MBI) atendiendo a las características de los sujetos implicados en la operación, podemos diferenciar los siguientes tipos de LBO<sup>22</sup>:

- Management buyout (“**MBO**”): El equipo de administración de la propia sociedad objetivo son los encargados de llevar a cabo su adquisición. El conocimiento de la empresa, así como la oportunidad de adquirir el negocio a un precio más favorable son algunas de sus ventajas.
- Management buy in (“**MBI**”): En este caso es un equipo profesional externo es el encargado de adquirir la sociedad objetivo. Esta maniobra cobra sentido cuando el prestamista quiere llevar a cabo un cambio en el equipo directivo, de tal manera que la gestión de la sociedad se ponga en manos de alguien conocido y de confianza.
- Buy in management buyout (“**BIMBO**”): Es una mezcla de las dos anteriores, pues la compra de la sociedad se materializa por directivos de la sociedad objetivo junto con profesionales ajenos a la misma.
- Leveraged employee buyout (“**LEBO**”): Son los propios empleados de la sociedad objetivo quienes se encargan de la adquisición de la sociedad. Es una de las más conocidas y tiene numerosas ventajas, como la motivación e implicación de los empleados al trabajar para ellos mismos.
- Institutional buyout (“**IBO**”): Un inversor institucional es el encargado de participar mayoritariamente en la inversión.
- Owners buyout (“**OBO**”): La adquisición es llevada a cabo por uno de los socios de la sociedad objetivo sobre las participaciones del resto de socios.
- Leveraged take-over bids: Estas compras apalancadas representan el origen de las LBOs, cuya finalidad es adquirir una sociedad cotizada para privatizarla tras su compra.
- Secondary buyout (“**SBO**”): Tiene lugar entre los propios fondos de private equity, cuando uno le compra a otro una empresa adquirida previamente.

---

<sup>22</sup> Serrano Acitores, A. “¿Qué es un LBO? Las compraventas apalancadas de empresas.” Recuperado de: <https://www.antonioserranoacitores.com/que-es-un-lbo/>

### **3.3. Impacto de la nueva estructura sobre el valor de la sociedad**

A pesar de los diferentes tipos de LBO, todos ellos se desarrollan siguiendo unas fases comunes. Estas fases pueden describirse de la siguiente manera: “(i) adquisición, que suele estructurarse a través de una sociedad vehículo creada para el caso, que será la sociedad a través de la que se lleve a cabo la toma de control de la empresa objetivo; (ii) aportación de fondos a la sociedad adquirente para que pueda llevar a cabo la toma de control de la objetivo; (iii) toma de control de la sociedad objetivo, pudiendo ser la adquisición del 100% del capital (total) o sobre un porcentaje inferior, aunque de control, teniéndose en cuenta que cuando la sociedad adquirida se trata de una sociedad cotizada, la compra debe realizarse mediante la procedente oferta pública de adquisición (OPA); (iv) documentación contractual; (v) estructuras alternativas que permiten que el repago de la deuda se pueda realizar con los activos o flujos de caja generados por la sociedad objetivo.”<sup>23</sup>

Este último punto es el que choca directamente con la prohibición de asistencia financiera analizada en el capítulo anterior, y que será objeto de estudio en el siguiente. Además, existen diferentes formas de articular la maniobra financiera; si bien el resultado patrimonial es el mismo, entre ellas podemos observar tal y como se analizan en la prohibición estudiada en el capítulo anterior: (i) que la sociedad recurra a su propio endeudamiento para asistir financieramente al tercero y que este adquiera los títulos (ii) que la sociedad garantice con su propio patrimonio la devolución del préstamo otorgado al tercero por otra fuente externa (iii) que el tercero sea una sociedad creada con el objetivo de una fusión posterior previamente acordada, de tal manera que la sociedad adquirente asume la obligaciones contraídas por la primera en el momento de la compra de las acciones.

La situación patrimonial final será, en todo caso, alterada por un aumento considerable del nivel de deuda, dando lugar al apalancamiento sobre el activo social. De esta operación extraemos dos situaciones especialmente conflictivas, que tienen que ver, por un lado, con el perjuicio patrimonial que sufre la sociedad como consecuencia del

---

<sup>23</sup> Vives Ruiz, F. (2009). “La validez de los LBO en el Derecho Español.”

pago de un sobreprecio o prima de control a los accionistas salientes para incentivar su marcha, y por otro, con el riesgo que supone asumir la nueva estructura de capital y sus efectos sobre los derechos de los acreedores así como de los socios minoritarios salientes.

En cuanto al primero de ellos, considerar esta operación como un detrimento patrimonial implica ignorar los efectos positivos que pueda traer la reestructuración empresarial. Como establece Alberto Vaquerizo, es difícil averiguar con certeza cuál es la procedencia real de las plusvalías que experimentan las acciones de una sociedad como consecuencia del cambio en el control. Al menos es difícil averiguarlo con una certeza que nos permita asignar a una u otra causa un porcentaje exacto de ese incremento en el valor, lo cual facilitaría tal vez la resolución del conflicto que a menudo se plantea acerca de si el precio que se paga por las acciones es adecuado, esto es, acerca de si la prima de control es consecuencia de la mayor riqueza que, en su caso, produce la incorporación del nuevo accionista mayoritario o si, por el contrario, se corresponde con activos o valores ocultos que ya estaban en la sociedad con anterioridad a la adquisición.

La doctrina jurídica y económica reconoce, no obstante lo explicado, que el incremento del valor de los títulos y la prima que se paga por ellos responde al reflejo de las expectativas de futuros rendimientos surgidas a raíz de la reestructuración, que en la mayor parte de los casos trae consigo la sustitución de la mayoría de administradores. Los elementos que pueden contribuir a este cambio de expectativas pueden ser, como avanzamos, la posibilidad de que salga nueva información al mercado sobre los valores o recursos que habían permanecido ocultos, pero también, y fundamentalmente, a una mejor gestión de los recursos llevada a cabo por el nuevo socio mayoritario, ya sea en el ámbito de la gestión social o en la organización de la actividad productiva.<sup>24</sup> Todas éstas son circunstancias que explican, al menos en alguna medida, la razón de ser de la prima de control o sobreprecio pagado a los accionistas salientes.

En cuanto al segundo problema, nos referíamos al riesgo financiero introducido por la alteración de la estructura del capital, que puede dar lugar a una repercusión

---

<sup>24</sup>Vaquerizo Alonso, A.(2003).“Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias.”

negativa sobre el valor de los derechos de los acreedores y los socios minoritarios salientes. Sin embargo esto no puede solventarse, según Alberto Vaquerizo<sup>25</sup>, “como una consideración en todo caso de un menoscabo patrimonial, o, como en ocasiones se afirma, un robo a la sociedad.”

En este caso, también se considera insatisfactoria la consideración del sobreendeudamiento como una consecuencia necesariamente fraudulenta en relación con las operaciones que estamos analizando. En primer lugar, una de los principales debates a los que ha tenido que plantar cara en las últimas décadas la elaboración de una teoría sobre financiación empresarial es aquella relativa al impacto del ratio de endeudamiento sobre recursos propios sobre el valor de la sociedad.

La doctrina económica clásica entendía que existe una política de financiación, un grado óptimo de recursos ajenos que permitiría maximizar el valor de la sociedad y el aumento de los beneficios. También, que llegaba un punto el nivel de deuda en el cual generaba el efecto contrario. Pero lo que no era capaz de probar eran los factores a tener en cuenta para fijar ese ratio óptimo entre financiación propia y ajena ni como se aplicaría a las empresas que participan en diferentes sectores.

Este pensamiento se replantea entre aquellos que lo defendían con la aparición del conocido teorema de F.Modigliani y M.Miller: “Los autores establecen un conjunto de condiciones que soportan la hipótesis del principio de irrelevancia en la estructura de capital por el cual demuestran que bajo dichos supuestos el valor de la firma no es afectado por el instrumento de financiamiento escogido por la misma y por ende el costo del capital total de la firma es independiente del instrumento de financiamiento escogido.”<sup>26</sup>

Lo que permitieron estos estudios fue avanzar en la aplicación de modelos teóricos en mercados eficientes a las situaciones que se dan en la realidad, cuantificando con mayor exhaustividad los riesgos que implica la insolvencia comprendida en las

---

<sup>25</sup> Vaquerizo Alonso, A.(2003).“Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias.”

<sup>26</sup> Dapena, J.P.(2008), “Modigliani & Miller (1958): qué nos enseña, y qué nos falta”.

estructuras de empresas altamente apalancadas. Para ello se estudian de forma individual los costes derivados de la quiebra, junto con los beneficios que pueden obtenerse de estas estructuras en las que predomina la financiación ajena.

El resultado no es claro y siempre será necesario medirlo para cada tipo de empresa. Se suele admitir que estos riesgos de insolvencia y los gastos implicaría la quiebra vienen reflejados en el valor de los títulos y derechos que representan los activos reales de esta sociedad. Sin embargo, de forma correlativa se reconoce que el sobreendeudamiento inicial puede terminar en ventajas económicas y ahorros fiscales derivados de esta estructura. Con todo ello podemos decir que no existe una postura clara en cuanto al grado óptimo de apalancamiento en una empresa, y que será necesario medir caso por caso la relación de riesgo de insolvencia y posibles beneficios en caso de llevar a cabo estas operaciones.

#### **3.4. El conflicto de intereses resultante**

Una de las características de las LBOs y que se relacionan con la prohibición de asistencia financiera es su gran potencial para generar conflictos de intereses entre los sujetos que participan en la formación de la nueva estructura societaria. Es decir, por lo general, estas operaciones financieras tienen consecuencias desiguales sobre el valor de los distintos tipos de activos financieros que representan jurídicamente la participación y el interés de los socios y los acreedores sobre el patrimonio social. Esto puede pasar con independencia de que el valor de la empresa no varíe o incluso se vea aumentado como consecuencia de la operación.

Por lo que se refiere a la reestructuración de la deuda, cuando se lleva a cabo una alteración de los activos financieros, pueden llegar a producirse transferencias de valor entre unos y otros, derivados de la reordenación de probabilidades de cobro de cada uno de ellos (carácter más o menos prioritario a la hora de reclamar el producto de la liquidación).

“La inversión de la estructura de capital de la sociedad y la consiguiente situación de sobreendeudamiento expone a todos —tanto socios como acreedores— al riesgo de la pérdida de valor de sus intereses sobre la compañía ante la eventualidad de la quiebra. Pero dicho riesgo no se proyecta realmente sobre los accionistas salientes —puesto que se marchan— ni tampoco sobre el acreedor financiero que concedió el préstamo para efectuar la adquisición, puesto que, en buena lógica, lo habrá tenido en cuenta al negociar dicho préstamo exigiendo un interés superior al que correspondería en otras circunstancias.”<sup>27</sup> Por el contrario, serán perjudicados aquellos acreedores anteriores a la operación que no pueden renegociar su deuda, y que mantendrán los tipos de interés de acuerdo a los riesgos estudiados con una estructura de capital diferente. Además, en caso de concurso aquellos acreedores del crédito para la operación establecerán garantías para asegurarse el cobro antes que los acreedores de la primera sociedad. También los accionistas si el valor de las acciones disminuye por la mayor incertidumbre que refleja la nueva estructura se verán perjudicados en esta operación. Cabe recordar aquí que estos son los dos grupos de interesados que protegía exactamente la prohibición de asistencia financiera analizada previamente.

### **3.5. Conclusiones**

De forma mayoritaria la doctrina entiende que hay defender la legalidad normativa de las empresas para llevar a cabo compras apalancadas debido a los beneficios y el aumento de valor que de ellas pueden resultar, especialmente en algunos campos donde se manifiestan especialmente eficaces, con independencia de que posteriormente en algunas de ellas se puedan derivar en fraudes especulativos y negocios fallidos.

Por otra parte, también es clara la diferencia entre la parte fuerte (quienes fomentan la reestructuración de la empresa) y la parte débil (terceros sin poder de decisión) de esta operación con el conflicto de intereses analizado previamente. Por ello cualquier postura debe partir de estos dos resultados derivados de las compras apalancadas.

---

<sup>27</sup> Vaquerizo Alonso, A.(2003).“Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias.”

En este momento puede ser de gran relevancia la prohibición de asistencia financiera en este marco regulatorio, en el sentido de que permite realizar la operación por los beneficios que pueda aportar, pero protegiendo los intereses del grupo débil o perjudicado que defiende la norma y que se pueden vulnerar en el ejercicio de esta actividad.

Sin embargo, autores como Alonso Vaquerizo afirman que “la prohibición de asistencia financiera constituye también en dicho contexto una protección por exceso de los intereses potencialmente afectados por el propio acuerdo de asistencia.”<sup>28</sup>

Para ello argumenta que existen otro tipo de modalidades de auxilio financiero que no se prohíben cuando un socio mayoritario quiere hacerse con el control de una empresa, -esta representa una medida desproporcionada con respecto al riesgo de expropiación que experimentan los socios que no participan de la operación y los acreedores preexistentes.<sup>29</sup> Defiende que existen soluciones jurídicas menos traumáticas que la prohibición actual y parece que la norma se va suavizando y enfocando en ese sentido.

### **3.6. Ventajas e inconvenientes desde un punto de vista económico**

En este debate también forma parte la rama más perteneciente al Derecho económico. Debido a la relación que esta operación societaria mantiene desde este punto de vista vamos a recoger brevemente sus principales ventajas e inconvenientes. En primer lugar, de entre las principales ventajas de las compras apalancadas, en las que la financiación no será un problema pues se devolverá a través de los mayores beneficios encontramos:

---

<sup>28</sup> Vaquerizo Alonso, A.(2003).“Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias.”

<sup>29</sup> Vaquerizo Alonso, A.(2003).“Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias.”

- **Eficiencia:** Una compra puede eliminar cualquier área de servicio o duplicación de productos en las empresas. Puede reducir los gastos operativos, lo que a su vez puede llevar a un aumento de los beneficios. El negocio que participa en la compra puede hacer una comparación de sus procesos individuales y seleccionar el que sea mejor. El grupo que se forma estará en una mejor posición para adquirir seguros, productos y proveerse a mejores precios.
- **Competencia reducida:** Una empresa puede aumentar sus ganancias comprando su competencia. La compra ofrecerá al grupo formado mayores economías de escala, sinergias y esquivar guerras de precios con un competidor. La medida dará lugar a precios reducidos para los productos o servicios de la empresa, lo que será beneficioso para sus clientes.
- **Nueva tecnología o nuevos productos:** Una compañía grande y establecida puede querer comprar una sociedad más pequeña con una nueva tecnología o un producto prometedor, un movimiento que beneficiará a ambas compañías. La empresa más pequeña que se está comprando se beneficiará al tener acceso a mejores y más recursos, así como a la oportunidad de ofrecer su tecnología o productos a una base de clientes más grande que la anterior. La compañía adquirente también se beneficiará al incorporar la nueva tecnología o productos de la sociedad objetivo en su línea de productos actual, lo cual es posible sin la necesidad de pagar para obtener la licencia de la tecnología o el producto de la compañía licenciada.

Por su parte, los principales inconvenientes serán:

- **Incremento de la deuda:** La empresa adquirente solicita un préstamo para financiar la compra de la nueva compañía. La medida afectará la estructura de la deuda de esa compañía y dará lugar a un aumento en los pagos de préstamos en los libros de la sociedad. Además, los fondos utilizados por la empresa para la compra del negocio restan financiación a los proyectos de desarrollo interno.

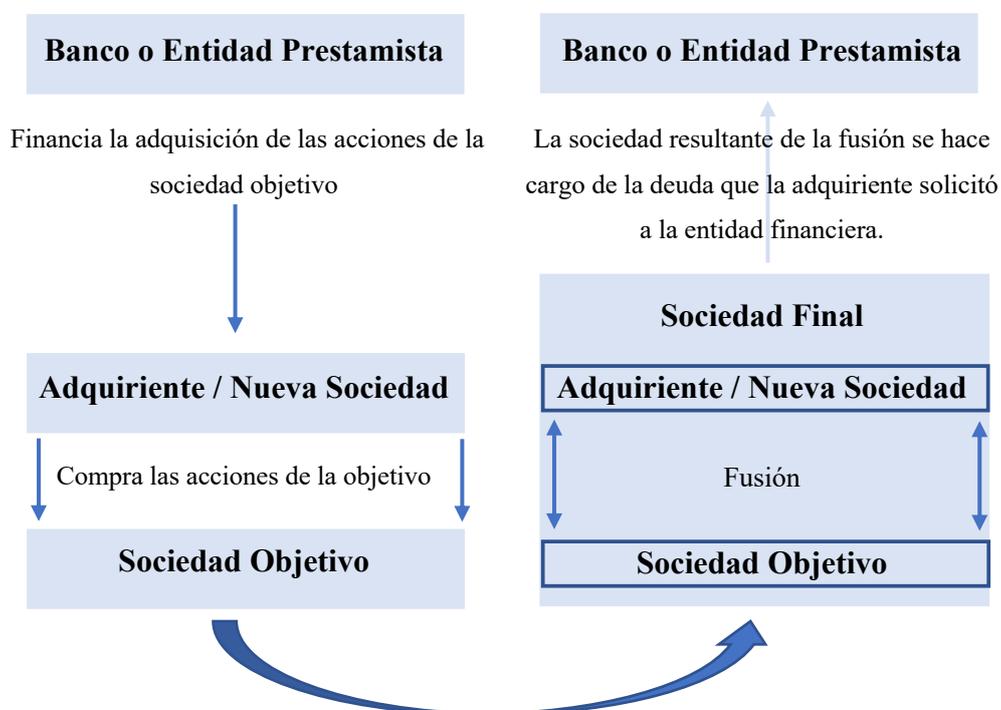
- Pérdida de personal clave: En ocasiones, las compras de la empresa pueden considerarse como un momento para que parte del personal clave renuncie y se retire. Dependiendo de su contrato existente con la compañía, pueden optar por vender su interés al negocio u otra compañía externa. Encontrar otro personal con la misma experiencia y conocimiento puede ser un desafío complicado.
- Integración: La integración del personal y los procedimientos de las dos sociedades es común en este tipo de operaciones y el foco del siguiente bloque de análisis. Si bien las dos empresas pueden estar haciendo tareas comparables, pueden tener culturas corporativas opuestas entre sí. Todo ello puede resultar en una resistencia al cambio dentro de la empresa que cause muchos problemas muy costosos.

## 4. ASISTENCIA FINANCIERA EN LA COMPRA APALANCADA SEGUIDA DE FUSIÓN.

### 4.1. Concepto y ventajas de la Fusión Apalancada

Las reestructuraciones societarias actuales tratan de salvar la prohibición de asistencia financiera a través de la compra apalancada seguida de fusión, también conocida como fusión apalancada. (Forward Merger Leveraged BuyOut – FMLBO).

La fusión apalancada tiene lugar cuando tras el proceso típico en el que la empresa adquiriente a través de una compra apalancada se hace con el control de la empresa objetivo, esta es absorbida (fusión hacia delante), o la objetivo absorbe a la adquiriente (fusión inversa). El resultado de esta operación da lugar a que sea la sociedad objetivo en la que recae el pago de la financiación, es decir, que paga su propia compra. Además, como advertíamos en capítulos anteriores, la sociedad adquiriente suele ser una sociedad creada con la finalidad de llevar a cabo esta operación.



Para regular este tipo de fusiones, el legislador incluye en el artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales (LME) el régimen jurídico de las fusiones apalancadas, artículo que plantea numerosas dificultades interpretativas que se van a examinar más adelante.

En cuanto a las ventajas de una fusión con estas características, se asemejan con aquellas analizadas en las compras apalancadas, y tienen un carácter más relacionado con el plano económico, por lo que vamos a limitarnos a citarlas<sup>30</sup>:

- Las compras apalancadas permiten tomar el control de una empresa a la que no se podría tener acceso de no ser por la financiación ajena, lo que supone incrementar los beneficios de aquellas firmas de private equity que se dedican a realizar este tipo de inversiones.
- Los encargados de prestar financiación tienen una garantía directa que se refleja en sobre los activos de la empresa comprada.
- Una vez llevada a cabo la fusión, el pago de la deuda se puede realizar directamente con la tesorería generada por la empresa, sin distinción de negocios así como de requisitos y costes fiscales que supondría el reparto de dividendos al comprador en caso de que fueran dos empresas separadas. También supone un ahorro para el adquirente al deducirse fiscalmente los intereses del préstamo.
- Por último, pueden suavizarse los conflictos de intereses entre propietarios y administradores cuando sea el caso de cambiar una sociedad cotizada a una sociedad privada, además del aumento de valor para el accionista de la sociedad adquirida.

#### **4.2. La Fusión Apalancada y la prohibición de asistencia financiera**

La compra apalancada seguida de fusión no es una operación nueva como forma de reestructuración de sociedades, sin embargo siempre había levantado debates a la doctrina por cuanto podía representar los supuestos de asistencia financiera analizados en

---

<sup>30</sup> Ares Gestal, I. (2014). “Asistencia financiera en las compras apalancadas seguidas de fusión”.

el primer bloque del trabajo, regulados en los artículos 143 y 150 de la LSC. Como sabemos, estos prohibían “anticipar fondos, conceder créditos o préstamos, prestar garantía, ni facilitar asistencia financiera para la adquisición de sus propias participaciones o de las emitidas por sociedad del grupo”<sup>31</sup>.

Parece evidente que en una fusión apalancada, donde la deuda termina siendo soportada por la sociedad, podemos encontrar un ejemplo de préstamo de una garantía por la sociedad adquirida. Sin embargo, debemos analizar si los intereses defendidos por la prohibición se pueden subsumir en las fusiones apalancadas.

Como ya adelantamos, el riesgo que sufren los acreedores de la sociedad adquirida es uno de los principales intereses que se persiguen con la prohibición. Para muchos expertos, esto no justifica la prohibición, pues argumentan que los riesgos financieros derivados de préstamos o garantías de la operación deben provisionarse contablemente.

El segundo de ellos tenía que ver con el abuso de poder por parte de los administradores, que podía favorecer la toma de control por parte de algunos socios o la manipulación del precio de las acciones. Es evidente que estas actividades son opuestas al objeto social, pues supone el uso del patrimonio de la sociedad para actos ajenos al mismo. La doctrina también defiende que este tipo de actuaciones tienen sus propias normas sancionadoras, como pueden ser las acciones de responsabilidad o de nulidad.<sup>32</sup> También se critica esta prohibición por la incertidumbre de sus efectos, si bien se asume que es la nulidad por ser contraria a una norma imperativa, no se aclara si se refiere solo al negocio de financiación o garantía, o si puede afectar a la compra y fusión posterior.

La legislación de la Unión Europea con el cambio en 2006 de la Segunda Directiva de Sociedades (77/91) parece suavizar esta prohibición para establecer un régimen de garantías, pues permite la asistencia financiera siempre que se someta a ciertos requisitos. Esta reforma se justifica en “incrementar la flexibilidad frente a los cambios de propiedad en la sociedad”, por lo que parece que se permite la LBO con ayuda financiera de la propia sociedad.

---

<sup>31</sup> Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la LSC.

<sup>32</sup> Ares Gestal, I. (2014). “Asistencia financiera en las compras apalancadas seguidas de fusión”.

Otro debate tiene que ver con el momento temporal de la asistencia. Sin embargo esto parece superado y se considera irrelevante, ya que sino sería muy fácil vulnerar la prohibición. Lo importante es que la sociedad adquirida financie con su propio patrimonio su adquisición. “En la doctrina española predomina la postura de Paz-Ares de que no se aplica la prohibición porque existen unas garantías especiales para accionistas y acreedores.”<sup>33</sup>

Una vez examinada esta posición, podemos decir que a través de los requisitos adicionales y las mayorías reforzadas los intereses de los socios quedan más protegidos. Si bien esta situación no es la misma para aquellos socios disconformes, pues la impugnación de la fusión está muy limitada y tampoco pueden ejercer acciones de responsabilidad directa contra los administradores.

Por otra parte, sí pueden emplear el derecho de oposición aquellos acreedores que quieran obtener una garantía bancaria, pudiendo incluso bloquear el proceso hasta conseguirlo. A pesar de ello esta medida también tiene ciertas limitaciones y es poco común. De hecho es en la práctica donde este derecho manifiesta su mayor deficiencia, pues se ejercita de forma muy ocasional debido no solo a su desconocimiento, sino también a los breves plazos. Además de ello aquellos acreedores comerciales (proveedores) perderían un futuro cliente en caso de ejercerlo, por lo que no todos los acreedores están protegidos.

Por último, hay que tener en cuenta que el procedimiento de fusión en sí no tiene en cuenta el riesgo en términos de solvencia y liquidez para otros interesados, como pueden ser trabajadores, acreedores futuros, y los de la economía en general.

Nos queda por conocer la postura de la jurisprudencia, cuya interpretación parece inclinarse hacia un concepto amplio de asistencia financiera (SAP Barcelona de 13-3-2008, SAN 25-9-2008), cuya rigidez se suaviza cuando se trata de una financiación con el fin de una compra apalancada. Cabe destacar la OPA de Endesa por Gas Natural, en la cual la Audiencia Provincial de Madrid se pronuncia afirmando que la prohibición es de

---

<sup>33</sup> Paz-Ares, C. y Perdices, A.(2003). “Los negocios sobre las propias acciones”, en Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles.

interpretación estricta y no aplicable en el caso de fusión porque “se trata de un proceso que ya contempla garantías específicas para acreedores y socios minoritarios”.

Todo ello lo tenemos que compatibilizar con la interpretación del artículo 35 LME, cuya tendencia parece que es un sistema de garantías en sustitución de la prohibición, que refuerce la responsabilidad de los administradores y garantice la situación financiera de las sociedades. Podemos decir que este tipo de operaciones son subsumibles en el ilícito de la asistencia financiera pero que a su vez ofrece unas garantías especiales a socios y acreedores. Además de ser admitidas en la práctica por la mayoría de la doctrina y por la poca jurisprudencia, parece que debemos encajar el artículo 35 de tal manera que facilite esta postura.

Atendiendo a la realidad de las compras y fusiones apalancadas, estas tuvieron un gran éxito antes de la crisis económica, pues pequeñas empresas se endeudaban para comprar grandes sociedades y eran capaces de venderlas mas adelante a un precio superior. Los beneficios eran innegables para todas las partes hasta que el mercado el crédito estalló y el valor de los activos se desinfló, las empresas dejaron de pagar sus deudas y muchas de estas sonadas fusiones terminaron en concursos de acreedores, con los costes totales que arrastró al sistema económico en general. Esta circunstancia no era nueva, conviene recordar aquí el origen de los LBOs explicado anteriormente y cómo el mercado de bonos basura estalló años después de empezar a realizar este tipo de operaciones.

De esta forma queda demostrado que las fusiones apalancadas llevan implícito un riesgo elevado para la sociedad que, en opinión de muchos economistas, se debe regular. Por otra parte, las opiniones opuestas argumentan que esas crisis se deben únicamente al estancamiento de intereses muy bajos por los bancos centrales (es decir, no se culpa a las empresas muy endeudadas ni a los bancos que prestan créditos sin controlar el riesgo).

Esto debe ser objeto de revisión y las crisis no se pueden asociar a las políticas monetarias. Lo más común es que aquellos que financien traten de vender créditos para obtener más beneficios en intereses. Por ello en épocas de expansión facilitan créditos y aumenta el apalancamiento, dando lugar a insolvencias generalizadas y periodos de recesión. Por lo general las LBOs y fusiones apalancadas son un elemento más para

acelerar en los momentos de expansión, pero como burbuja en la creación del valor de las empresas. Los problemas se trasladarán y no solo se puede hundir el valor de las empresas, sino que se irán a concurso en cuanto la situación es menos favorable, por el hecho de haberse debilitado gravemente la solvencia de la sociedad en el momento de asumir como deuda el precio de su compra.

Con estos argumentos, podemos decir que la finalidad y la ratio legis de la legislación recogida en el artículo 35 LME no se reduce a la protección de socios y acreedores del momento de la fusión, sino que incluye la protección de la propia empresa. Así, Álvarez Royo-Villanueva manifiesta que “en este contexto y con esta ratio de protección de la empresa debemos interpretar el artículo 35. Cabe destacar que esta es la preocupación del legislador, pues en la discusión parlamentaria de la LME los dos grupos mayoritarios relacionan la asistencia financiera con el problema del sobre endeudamiento de las sociedades.”<sup>34</sup>

### **4.3. Examen del artículo 35 de la LME**

***“ARTÍCULO 35 Fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente.***

*En caso de fusión entre dos o más sociedades, si alguna de ellas hubiera contraído deudas en los tres años inmediatamente anteriores para adquirir el control de otra que participe en la operación de fusión o para adquirir activos de la misma esenciales para su normal explotación o que sean de importancia por su valor patrimonial, serán de aplicación las siguientes reglas:*

- 1. El proyecto de fusión deberá indicar los recursos y los plazos previstos para la satisfacción por la sociedad resultante de las deudas contraídas para la adquisición del control o de los activos.*
- 2. El informe de los administradores sobre el proyecto de fusión debe indicar las razones que hubieran justificado la adquisición del control o de los activos y que justifiquen, en su caso, la operación de fusión y contener un plan económico y financiero, con expresión de los recursos y la descripción de los objetivos que se pretenden conseguir.*

---

<sup>34</sup> Álvarez Royo-Villanova, S. (2010). “Fusión apalancada y asistencia financiera: el art. 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales”. *El Notario del Siglo XXI (Revista online del Colegio Notarial de Madrid.,*

3. *El informe de los expertos sobre el proyecto de fusión debe contener un juicio sobre la razonabilidad de las indicaciones a que se refieren los dos números anteriores, determinando además si existe asistencia financiera.*

*En estos supuestos será necesario el informe de expertos, incluso cuando se trate de acuerdo unánime de fusión.”<sup>35</sup>*

#### **a) Ámbito objetivo de aplicación**

En el primer párrafo de este artículo encontramos el destino de norma hacia dos tipos de adquisición. En primer lugar se refiere al control de una sociedad, concepto que no se aclara y que se asocia a la adquisición de más del 50% de los derechos de voto en una empresa (incluyendo aquellas referidas al control indirecto). En segundo lugar se dirige al control de activos “esenciales para su normal explotación o que sean de importancia por su valor patrimonial”. Como explica Álvarez Royo-Villanueva, “la prevención del legislador respecto de este caso parece presuponer que la cantidad obtenida por la sociedad vendedora por la venta de su activo se habrá distribuido a los socios antes de la fusión vía reparto de dividendos o restitución de aportaciones. Se trata por tanto de una norma que presume un fraude de ley, que plantea el problema de como valorar ese carácter esencial o importante de los activos o su valor.”<sup>36</sup>

Aparecen más requisitos, entre ellos que la deuda deberá haber sido contraída en los tres años anteriores a la fusión. La norma no menciona si esta tiene que estar pendiente de pago en el momento de la operación, pero se considera necesario por carecer de sentido los requisitos adicionales del artículo 35 en caso contrario. Además, no es relevante el momento temporal de su vencimiento, pudiendo ser anterior o posterior a la fusión.

La financiación puede proceder de una banco o de cualquier otra entidad prestamista o individuo, como puede ser el aplazamiento del precio por la parte que vende. En cuanto a la finalidad de la financiación lo relevante es que la financiación se

---

<sup>35</sup> Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.

<sup>36</sup> Álvarez Royo-Villanova, S. (2010). “Fusión apalancada y asistencia financiera: el art. 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales”. *El Notario del Siglo XXI*

haya utilizado para la adquisición, sin ser necesario que la concesión de la misma estuviera expresamente condicionada a esa finalidad.

Para saber si la deuda ha sido un elemento clave en las operaciones de fusión, serán los administradores quienes tienen que aportar la información necesaria sobre esa financiación, pudiéndose impugnar la operación en caso contrario e incurriendo en responsabilidad.

### **b) Ámbito subjetivo de aplicación:**

El primer debate que suscita este título es si la aplicación del artículo se aplica en a todas las fusiones o solo en las que intervengan sociedades de capital, así como la aplicación del mismo si la fusión es inversa. En palabras de Ares-Gestal, “considerando una interpretación finalista del precepto, la *ratio legis* del precepto es evitar los riesgos que nacen de cara a los socios, acreedores y la propia sociedad *target*, estos surgen y deben evitarse tanto en el caso en el que intervenga en la operación una sociedad de capital como cuando no, y lo mismo cuando la fusión es normal o inversa, pues en este último caso la adquirida inicialmente también estará respondiendo de la financiación externa”<sup>37</sup>. Entre los argumentos para defender esta postura se añade la omisión a cualquier referencia que tenga que ver con otras sociedades, además de que la pérdida de utilidad en caso que solo se empleara para sociedades de capital.

En lo que se refiere al informe de experto independiente que se analizará en el siguiente apartado, no queda claro entre la doctrina si tiene que ser exigible en cualquier fusión en la que exista apalancamiento previo, incluyendo las fusiones en las que no parece obligatorio como lo son aquellas: “(i) íntegramente participadas, (ii) en las que la absorbente es titular de un 90% o más del capital, (iii) en las que o en las fusiones en las que exista acuerdo previo de Junta General adoptado por unanimidad de exclusión del informe de experto siendo las sociedades participantes. Hasta el momento, se ha realizado una interpretación literal del precepto puesta en conexión con los antecedentes legislativos de aprobación, y parece inclinarse mayoritariamente por considerar que el informe de experto independiente ha de emitirse en cualquier operación de fusión

---

<sup>37</sup> Ares Gestal, I. (2014). “Asistencia financiera en las compras apalancadas seguidas de fusión”.

apalancada, sin excepción alguna, y ello principalmente debido al carácter de norma especial del artículo 35 LME.”<sup>38</sup>

### **c) La aplicación a la escisión y a la cesión global**

La remisión del artículo 73 a las normas de la fusión impone que la normativa del artículo 35 se deba aplicar en los supuestos de escisión siempre que cualquiera de las sociedades beneficiarias se hayan endeudado para adquirir o bien una participación en el capital o bien activos de la sociedad escindida. De esta manera la doctrina es unánime afirmando que toda operación de escisión con estas características será sometida al artículo 35.

En el caso de la cesión global, en cambio, “no existe norma de remisión a las normas de la fusión, lo que supone una grave anomalía<sup>39</sup> ya que se pueden dar supuestos de asistencia financiera.” En una cesión global apalancada una sociedad traspasa a otra todo su patrimonio activo y pasivo a otra, pagando a la sociedad adquirida o a los socios de esta un precio en dinero que ha obtenido a través de una financiación externa. La mayoría de la doctrina entiende que se trata de un vacío legal en la que hay que aplicar una aplicación analógica del artículo 35, por la identidad de razón que se presenta.

### **d) Los requisitos adicionales del proyecto e informes**

#### **i) Proyecto**

El proyecto de fusión se considera un documento fundamental de la operación, ya que servirá para que los socios en la Junta General tomen su decisión sobre el acuerdo de la nueva estructura de la empresa. El proyecto y el informe aportarán datos diferentes y la ley así lo expresa, en el primero de ellos se deben recoger los recursos y los plazos de la operación.

---

<sup>38</sup> Ares Gestal, I. (2014). “Asistencia financiera en las compras apalancadas seguidas de fusión”.

<sup>39</sup> González-Meneses, M., (2014). “La Ley 3/2009, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, y el retroceso del derecho civil”, *El Notario Del Siglo XXI*, Enero-Febrero, núm. 53.

En cuanto a los recursos, se trata de que los administradores indiquen cómo se va a pagar la deuda y de donde van a salir esos flujos, así como los plazos en los que esa deuda será pagada.

## **ii) Informe**

### **1. El informe de los administradores**

“En este informe debe incluirse una información más detallada en relación a los aspectos patrimoniales explicados en el proyecto, considerando la totalidad de la deuda a cuya devolución venga obligada la sociedad resultante y estableciendo un plan económico y financiero que provea cierto detalle a la hora de exponer los diferentes recursos necesarios para garantizar el retorno de la deuda.”<sup>40</sup> El objetivo principal es detallar el sentido de la fusión con carácter razonable y de analizar si la operación es viable con el ratio de endeudamiento que va a suponer.

### **1. El informe de expertos**

En el tercer párrafo del artículo estudiado encontramos las especialidades que el informe de expertos debe recoger en referencia a las fusiones apalancadas. A este documento se le ha otorgado una significativa relevancia y debe contrastar las características de la fusión con respecto al proyecto e informe elaborado por los administradores.

El informe del experto o expertos independientes desempeña una doble función. En primer lugar, constituye una medida de protección preventiva del interés de los socios de las sociedades que participan en la fusión en relación con el tipo de canje, es decir, los métodos seguidos para establecerlo, su adecuación, y la relevancia de esos métodos, además de los valores a los que conducen y la descripción de las dificultades de valoración (aunque también deba pronunciarse sobre el resto de las cuestiones económicas relevantes, como por ejemplo, la fecha fijada para que a partir de la misma los socios participen en las ganancias sociales). Y, en segundo lugar, es una medida de

---

<sup>40</sup> Gimeno Ribes, M. (2015). *Tesis* “La fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente (Análisis del art. 35 LME)”.

protección de los intereses de terceros respecto a la cobertura patrimonial efectiva de la cifra de capital de las sociedades resultantes de la fusión, cuando sean sociedades anónimas o comanditarias por acciones.<sup>41</sup>

Se considera de forma mayoritaria que existe inseguridad jurídica derivada de este control a posterior a la fusión, además de suponer un efecto agitador en el mercado. En opinión de Sanchez-Calero “si el sistema diseñado por el legislador español se distingue por su carácter esencialmente preventivo, debería haberse buscado otra solución a esta problemática. Más aún, la función asignada a los expertos independientes resulta excesiva por muchas razones: en primer lugar, porque se exige en todo supuesto de fusión apalancada incluso cuando no haya asistencia financiera (pensemos en las excepciones contempladas en la prohibición); en segundo término, porque el informe se exige incluso cuando se trate de acuerdo unánime de fusión (art. 35 LME) y finalmente, en tercer lugar, aunque no se puede reprochar nada al legislador cuando exige un juicio sobre la razonabilidad de las indicaciones relativas a la operación en su conjunto, no podemos valorar de la misma manera la exigencia de que los expertos determinen en su informe si la operación comporta asistencia financiera. Tal asistencia no es un concepto económico, sino jurídico.”<sup>42</sup>

---

<sup>41</sup> Cano Ortega, C. (2011). “La fusión unánime”.

<sup>42</sup> Sánchez-Calero Guilarte, J. y Fernández Torres, I.(2011). “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso: Oportunidad y acierto del art. 35 LME”.

## **5. CONCLUSIONES**

El presente trabajo me permitió introducirme en el complejo sistema normativo de las operaciones de reestructuración societaria y concretamente en la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de empresas. Tras analizar en profundidad el origen de esta prohibición, sus fundamentos y problemática doctrinal, junto con el estudio de las LBOs como alternativa para aumentar el valor de las empresas, pude comprobar la aplicación de una sobre la otra. Con ello me dispongo a extraer las siguientes conclusiones

En primer lugar, que las operaciones de LBO seguidas de fusión son legítimas y conllevan el riesgo financiero que puede aplicarse a cualquier otro tipo de financiación para llevarlas a cabo. Por ello los problemas de estabilidad financiera y económicos en general no deben centrar su foco en este tipo de actividades, siempre que se apliquen con las medidas exigidas y no lleven implícitas ideas fraudulentas. Además, de la misma forma que parece que en las compras apalancadas siempre habrá una parte perjudicada, quiero destacar que puede que socios minoritarios y terceros acreedores pueden salir beneficiados de operaciones en la que la sociedad objetivo se encuentre, por ejemplo, en concurso de acreedores. Por ello es necesario analizar caso por caso todo este tipo de situaciones y no considerar siempre especulativas las compras apalancadas de empresas.

El alcance de la prohibición de asistencia financiera se muestra ineficiente y es criticado por gran parte de la doctrina por no proteger los intereses que realmente se defienden en la LSC y la LME. De esta forma, siguen teniendo lugar numerosas operaciones aprovechando las dudas interpretativas que deja la normativa vigente, si bien es cierto que las últimas interpretaciones de la jurisprudencia ayudan a delimitar estos límites.

A pesar de ello, y tras el análisis del art.35 LME que flexibiliza y aclara la prohibición, podemos decir que el debate doctrinal en torno a esta figura y el fraude de ley en este tipo de actividades queda reducido al mínimo. Con ello, es verdad que faltan de pulir determinados aspectos que son consecuencia de lagunas anteriores, como puede la falta de definición de determinados términos jurídicos.

Además, como bien destaca Sanz Bayón<sup>43</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.”

Me gustaría puntualizar que el artículo 35 no nos permite señalar si las operaciones de fusión apalancada se subsumen en el supuesto de asistencia financiera, teniendo que individualizar cada caso. El informe de los expertos independientes será de gran ayuda pero serán los Tribunales quienes finalmente tienen la última palabra, pero desde el momento en el que se fijan unos requisitos para permitir una prohibición se considera que se está admitiendo la licitud de la fusión apalancada, lo cual no deja de ser contradictorio.

En el contexto económico actual hay que tratar de compatibilizar una disminución las consecuencias negativas para la economía que pueden ocasionar operaciones altamente apalancadas junto con los beneficios que de ellas se pueden obtener como forma de reestructuración societaria. Para ello será necesario una reforma legal en la que se aclaren los términos jurídicos que deja en el aire el artículo 35 LME, como aquellos relativos al informe de expertos, los recursos que se deben medir o su cálculo para concretar los criterios financieros que faciliten estas operaciones con una mayor seguridad.

---

<sup>43</sup> Sanz Bayón, P.(2013). “Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas”. *Aranzadi civil-mercantil. Revista doctrinal*,3, Vol 2, (p.p.69-104).

## **6. BIBLIOGRAFÍA**

- Bayona Giménez, R.(2002).“La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias.”
- Vaquerizo Alonso, A.(2003).“Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias.”
- Sebastián Quetglas, R.(2016).“Manual de fusiones y adquisiciones de empresas, Madrid.”
- Velasco San Pedro, L.A.(1985).“La adquisición por la sociedad emisora de sus propias acciones.”
- Carretero Pires, A.(2008). “Prohibición de asistencia financiera: concepto y aplicación a operaciones de adquisiciones apalancadas.” *Anuario de la Facultad de Derecho,1, (p.p. 409-433).*
- Sanz Bayón, P.(2013). “Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas”. *Aranzadi civil-mercantil. Revista doctrinal,3, Vol 2, (p.p.69-104).*
- Paz-Ares, C. y Perdices, A.(2003). “Los negocios sobre las propias acciones”, en Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles, T.IV, Vol. 2.0-B.
- Álvarez Royo-Villanova, S. (2010). “Fusión apalancada y asistencia financiera: el art. 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales”. *El Notario del Siglo XXI (Revista online del Colegio Notarial de Madrid), N° 30.*
- Ferrero Alvarez-Calderón, G. y Antonio Guarniz Izquierdo, A.(2015). “La regulación de la asistencia financiera”. *Revista de la Asociación Ius et Veritas, 50, (p.p. 256-272)*
- Sánchez-Calero Guilarte, J. y Fernández Torres, I.(2011). “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso: Oportunidad y acierto del art. 35 LME”. *Documentos de trabajo del Departamento de Derecho Mercantil, 38.*
- Gimeno Ribes, M. (2015). *Tesis* “La fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente (Análisis del art. 35 LME)”.
- Ares Gestal, I. (2014). “Asistencia financiera en las compras apalancadas seguidas de fusión”. *Trabajo de Fin de Grado. Repositorio Comillas.*

- Cruz Manzano, M. “La evolución de las operaciones de leveraged buyout y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera.” *Banco de España: Estabilidad financiera*, N 13.
- González-Meneses, M., (2014). “La Ley 3/2009, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, y el retroceso del derecho civil”, *El Notario Del Siglo XXI*, Enero-Febrero.
- Giron Tena, J. (2000). “La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias en las sociedades anónimas”.
- Serrano Acitores, A. “¿Qué es un LBO? Las compraventas apalancadas de empresas. <https://www.antonioserranoacitores.com/que-es-un-lbo/>
- Alfaro Águila-Real, J. (2017). “Lecciones: Asistencia para la adquisición de acciones propias”. <https://almacenederecho.org/lecciones-asistencia-financiera-la-adquisicion-acciones-participacionees-propias/>