



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

LA RESPONSABILIDAD DE LOS ADMINISTRADORES POR INSOLVENCIA EN
ADQUISICIONES APALANCADAS
El deber de diligencia del art. 225 LSC

Autor: Laura Baños Badia

5º E-3 A

Derecho Mercantil

Madrid

Abril 2025

ÍNDICE

Listado de abreviaturas

Resumen

Abstract

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Objetivos

1.2. Metodología

2. MARCO TEÓRICO Y JURÍDICO

2.1. Concepto y naturaleza de los *Leveraged Buyouts* (LBOs)

2.2. La insolvencia en el contexto de los LBOs

2.3. Regulación jurídica aplicable

2.3.1. Regulación de las entidades de capital riesgo

2.3.2. Regulación de las adquisiciones apalancadas

3. RESPONSABILIDAD DE LOS ADMINISTRADORES EN LAS ADQUISICIONES APALANCADAS

3.1. Naturaleza jurídica de la responsabilidad de los administradores

3.2. Otros intervinientes y su potencial responsabilidad

4. ANÁLISIS DEL DEBER DE DILIGENCIA SEGÚN EL ARTÍCULO 225 LSC

4.1. Concepto y alcance del deber de diligencia

4.2. La diligencia de un ordenado empresario: implicaciones prácticas

4.3. El deber de información y la adopción de medidas adecuadas

4.4. Jurisprudencia relevante sobre el art. 225 LSC

5. RELACIÓN ENTRE ADQUISICIONES APALANCADAS, INSOLVENCIA Y DEBER DE DILIGENCIA

5.1. Análisis de la relación causal entre LBO e insolvencia

5.2. Evaluación del cumplimiento del deber de diligencia en casos de insolvencia

6. PROPUESTAS DE MEJORA: DERECHO COMPARADO

7. CONCLUSIONES

Bibliografía

LISTADO DE ABREVIATURAS

LBO	<i>Leveraged Buyout</i>
LSC	Ley de Sociedades de Capital
art.	Artículo
CCo	Código de Comercio
LCR	Ley de Capital Riesgo
AIFM	Alternative Investment Funds Managers
FIA	Fondos de Inversión Alternativos
GFIA	Gestores de Fondos de Inversión Alternativos
ss.	Siguientes
LME	Ley de Modificaciones Estructurales

RESUMEN

Palabras clave

ABSTRACT

1. INTRODUCCIÓN

En el ámbito del derecho mercantil, las adquisiciones apalancadas o *Leveraged Buyouts* (LBOs), representan una de las operaciones financieras más complejas y controvertidas, especialmente cuando derivan en la insolvencia de la sociedad adquirida. El rasgo distintivo de estas operaciones es que se financian mayoritariamente a través de la asunción de deuda. Los LBOs plantean importantes conflictos y desafíos jurídicos, no solo en cuanto a su regulación, sino también respecto a la responsabilidad que recae sobre los administradores de las sociedades involucradas.

El presente trabajo aborda la responsabilidad de los administradores de una sociedad en el contexto de insolvencia derivada de una adquisición apalancada, analizando el deber de diligencia exigido por el artículo 225 de la Ley de Sociedades de Capital¹ (LSC). El rol del administrador es esencial en la consecución de estas operaciones y sus implicaciones a nivel jurídico. En general, es la figura central en el funcionamiento de cualquier sociedad y el deber de diligencia constituye un estándar fundamental para el desempeño de su cargo.

Este estudio pretende ofrecer un análisis exhaustivo de los aspectos jurídicos, teóricos y prácticos relacionados con los LBOs, explorando los conflictos que pueden surgir entre la búsqueda de beneficios económicos y la protección de los intereses de la sociedad y sus acreedores. Además, se examina cómo el marco normativo y el deber de diligencia establecido en el art. 225 LSC se aplican a este tipo de operaciones, subrayando las implicaciones legales de la actuación de los administradores.

1.1. Objetivos

El presente Trabajo de Fin de Grado tiene como objetivo principal analizar la responsabilidad de los administradores sociales en el contexto de la insolvencia derivada de operaciones de fusiones y adquisiciones apalancadas (LBO), con especial atención al deber de diligencia establecido en el art. 225 LSC. A través de este estudio, se busca

¹ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

profundizar en los fundamentos teóricos y normativos que regulan este tipo de operaciones y evaluar las implicaciones legales de la actuación de los administradores.

Para alcanzar este objetivo principal, se plantean los siguientes objetivos específicos:

- Examinar el concepto y las características de las adquisiciones apalancadas, así como su impacto en la estructura financiera de las sociedades.
- Identificar los riesgos jurídicos y económicos asociados a los LBOs, con énfasis en su potencial de generar situaciones de insolvencia.
- Analizar el contenido y alcance del deber de diligencia recogido en el art. 225 LSC, destacando su relevancia en la toma de decisiones empresariales complejas.
- Evaluar el marco normativo aplicable en España y su capacidad para garantizar la protección de los intereses de la sociedad y de sus acreedores en el contexto de adquisiciones apalancadas.
- Extraer conclusiones fundamentadas sobre la actuación de los administradores en situaciones de insolvencia derivadas de LBOs, atendiendo a su responsabilidad jurídica y al cumplimiento del deber de diligencia.

Con estos objetivos, este trabajo pretende contribuir al análisis del derecho mercantil, proporcionando una visión integral sobre la actuación de los administradores en escenarios de alta complejidad financiera.

1.2. Metodología

Para alcanzar los objetivos mencionados, se ha empleado una metodología basada en la revisión y análisis de fuentes académicas, normativas y jurisprudenciales, con el objetivo de proporcionar un enfoque integral y riguroso.

En primer lugar, se ha llevado a cabo una revisión de literatura académica especializada en derecho mercantil y financiero, que permite contextualizar el concepto de las adquisiciones apalancadas y analizar sus implicaciones económicas y jurídicas.

Este análisis incluye artículos de revistas científicas, monografías y publicaciones relevantes en el ámbito jurídico.

En segundo lugar, se examinan los textos normativos aplicables, con especial atención a la Ley de Sociedades de Capital y, en particular, al art. 225, que regula el deber general de diligencia de los administradores. Este marco legal constituye la base para el análisis de los deberes y responsabilidades de los administradores en el contexto de las LBO.

Finalmente, se analiza la jurisprudencia relevante para comprender la interpretación práctica que los tribunales españoles han dado a las obligaciones y responsabilidades de los administradores en situaciones de insolvencia. Este enfoque permite identificar criterios clave que orientan la aplicación del marco normativo en casos concretos.

La combinación de estas fuentes garantiza un análisis exhaustivo y fundamentado, ofreciendo una perspectiva teórica y práctica que permite extraer conclusiones relevantes para el estudio del tema.

2. MARCO TEÓRICO Y JURÍDICO

2.1. Concepto y naturaleza de los *Leveraged Buyouts* (LBOs)

Durante la primera década de los 2000, el mercado de fusiones y adquisiciones en España experimentó un notable crecimiento, con un aumento significativo de las operaciones y la complejidad de las mismas. Uno de los factores clave detrás de esta evolución fue la influencia del capital riesgo y la inversión en mercados privados (*Private Equity*). Las empresas privadas a menudo necesitan capital para financiar sus operaciones e impulsar el crecimiento de sus negocios. Para ello, existen una serie de entidades, conocidas de forma genérica como gestoras de *private equity*, que crean y gestionan fondos de capital privado, a través de los cuales despliegan financiación en nombre de un grupo de inversores. A grandes rasgos, podemos definir el *Private Equity* como aquellas

inversiones en el capital de empresas no cotizadas con el objetivo de lograr una mejora operativa y promover su crecimiento.

A través de las entidades dedicadas a esta actividad, las adquisiciones apalancadas de sociedades o *Leveraged Buyouts* (LBOs) ganaron relevancia en el mercado español. Estas operaciones no solo han impulsado la actividad económica, sino que también han contribuido al desarrollo de la economía hacia un escenario más dinámico e innovador. Los LBOs constituyen herramientas muy valiosas para facilitar las reorganizaciones empresariales y fomentar la eficiencia y disciplina en la gestión de las empresas objetivo, teniendo en cuenta el endeudamiento asumido².

Podemos definir una adquisición apalancada o LBO como “aquella compraventa en la que el comprador adquiere una sociedad (en adelante, la ‘sociedad *Target*’) o una participación mayoritaria en la misma, a través de la financiación de una parte significativa de su precio de compra mediante el uso de deuda, y que pretende amortizar con cargo a los recursos patrimoniales y flujos de caja esperados por la propia sociedad *Target*”³. El caso típico es la adquisición de una empresa privada por parte de un *private equity*, mediante una financiación mixta compuesta por los fondos propios aportados por los inversores del fondo y la deuda concedida por las entidades financieras. Generalmente, la deuda asciende a un 50-90% del precio de compra⁴.

Para articular la adquisición de la compañía, frecuentemente se recurre a la constitución de una sociedad vehículo conocida como *Newco*, que recibirá la financiación de las entidades de crédito y se convertirá en titular de las acciones o participaciones de la sociedad *Target*. De esta manera, el comprador limita su responsabilidad frente a terceros al patrimonio de la *Newco* y de la sociedad *Target*⁵.

² Serrano Acitores, A., “Análisis financiero-económico de los *leveraged buyouts*”, *RCyT. CEF*, núms. 377-378, 2014, p. 162.

³ Serrano Acitores, A., “¿Qué es un LBO? Las compraventas apalancadas de empresas”, *Antonio Serrano Acitores*, 2018 (disponible en https://www.antonioserranoacitores.com/que-es-un-lbo/#_ftn1)

⁴ Vipond, T., “LBO Model”, *Corporate Finance Institute*, (s.f.) (disponible en <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/financial-modeling/lbo-model/>)

⁵ Serrano Acitores, A., “¿Qué es un LBO? Las compraventas apalancadas de empresas”, *Antonio Serrano Acitores*, 2018 (disponible en https://www.antonioserranoacitores.com/que-es-un-lbo/#_ftn1)

Una vez ejecutado el LBO, se produce una reestructuración en diferentes áreas. En primer lugar, se modifica la estructura de propiedad de la sociedad *Target*. La *Newco* e indirectamente los promotores del LBO (la entidad de *private equity* y los directivos de la compañía, que suelen mantener una posición minoritaria en el capital) se convierten en los nuevos socios de la sociedad *Target*. Ocasionalmente, los prestamistas también pueden optar a convertirse en socios, para poder asistir a los consejos de administración e influir en decisiones estratégicas. El objetivo principal es conseguir que cada uno de los nuevos socios tenga un fuerte incentivo en impulsar el crecimiento de la empresa. En segundo lugar, puede darse el caso de que los nuevos socios decidan cambiar la estructura del activo, centrándose en las áreas de negocio que aportan mayor valor. En tercer lugar, se lleva a cabo una optimización de la estructura organizativa, para reducir costes y mejorar los flujos de tesorería. Por último, al producirse un aumento en el endeudamiento, cambia también la estructura financiera, incrementándose el pasivo del balance de situación⁶.

En cuanto a la naturaleza jurídica de este instrumento de compraventa de empresas, la doctrina y jurisprudencia mayoritaria califican los LBOs como operaciones de carácter mercantil. Es cierto que algún autor⁷ considera que su naturaleza es civil, al tratarse de una compraventa de un bien, como es una sociedad o sus activos esenciales. Sin embargo, la mayoría de autores⁸ y jurisprudencia señalada⁹ defienden que los LBOs tienen carácter mercantil. En una primera aproximación, el hecho de que el objeto de compra de estas operaciones sea una empresa, las vincula estrechamente a la actividad comercial.

Atendiendo a las fuentes jurídicas, el art. 325 del Código de Comercio (CCo) define como mercantil aquella compraventa cuya finalidad es revender lo adquirido con ánimo de lucrarse, es decir, de obtener una rentabilidad. Cuando una entidad de *private*

⁶ Ibid.

⁷ Segura de Lassaletta en su obra “Las operaciones de adquisición apalancada. Cuestiones generales”.

⁸ Garrigues, Uría, Langle y Paz-Azares, entre otros, de acuerdo con Serrano Acitores, A., “Análisis financiero-económico de los *leveraged buyouts*”, *RCyT. CEF*, núms. 377-378, 2014, p. 164.

⁹ La Sentencia del Tribunal Supremo de 12 de diciembre de 1881 en la que se afirma que “la cesión o traspaso de un establecimiento de comercio, con todos sus géneros, por un precio, debe ser considerado con arreglo al artículo 359 [hoy 325] del Código de Comercio como compraventa mercantil, y mucho más resultando que los adquirentes se dedicaron desde entonces al ejercicio habitual del comercio”. Esta doctrina sobre la naturaleza mercantil de la compraventa de empresa ha sido reafirmada por Sentencias posteriores como las de 11 de noviembre de 1927, de 10 de febrero de 1936, de 4 de abril de 1941 y de 13 de marzo de 1943, entre otras (Serrano Acitores, A., “Análisis financiero-económico de los *leveraged buyouts*”, *RCyT. CEF*, núms. 377-378, 2014, p. 164).

equity ejecuta una operación de LBO, su finalidad última es promover el crecimiento de la empresa adquirida para incrementar su valor y poder venderla a un precio mayor del que pagaron por ella. El ánimo de lucro se ve claramente reflejado en esa aspiración de maximizar la rentabilidad de la inversión a través de una gestión que aporte valor y que favorezca la posterior venta.

Por otro lado, el carácter mercantil de los LBOs se ve reforzado por el hecho de que este tipo de operaciones tiene un plazo muy definido para su desinversión, regulándose el horizonte temporal y condiciones de salida de la sociedad *Target* en el correspondiente contrato de compraventa. Normalmente, las empresas permanecen en el *portfolio* de los *private equities* durante un periodo de 5-7 años y, una vez alcanzados los objetivos propuestos, se procede a la venta de la empresa adquirida a otra entidad de capital riesgo o a un socio industrial (como podría ser una compañía multinacional que quiere ampliar su cuota de mercado). También es posible la desinversión mediante una oferta pública de venta en bolsa. De una forma u otra, a través de este proceso, todos los inversores y partícipes del LBO consiguen materializar las plusvalías latentes generadas¹⁰.

2.2. La insolvencia en el contexto de los LBOs

Tras conocer la estructura y funcionamiento de los LBOs, no resulta muy difícil hacerse una idea del principal riesgo que conlleva esta operación: su alto nivel de endeudamiento. La financiación aportada por las entidades financieras multiplica enormemente la capacidad adquisitiva de los *private equities*, que carecen de fondos suficientes para cubrir íntegramente el precio de compra de la sociedad *Target*. Además, la tesorería de la empresa en el momento de la compra resulta insuficiente, por lo que el repago de la deuda se amparará en los flujos financieros que esta obtenga en el futuro.

El principal problema radica en que no es posible garantizar con total seguridad que la sociedad *Target* logrará generar los flujos previstos y necesarios para liquidar las

¹⁰ Serrano Acitores, A., “El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo”, Tesis doctoral, Universidad Rey Juan Carlos, Madrid, *Dialnet*, 2012, pp. 170-171.

obligaciones contraídas. Para tratar de minimizar este riesgo, antes de proceder a la adquisición, se lleva a cabo un proceso de análisis exhaustivo conocido como *Due Diligence*. A través del mismo, los potenciales compradores procuran asegurar que la empresa sea una buena candidata a un LBO, cumpliendo con los siguientes requisitos:

- Generación estable y predecible de caja.
- Empresa establecida en el mercado.
- Equipo experimentado y estable. El equipo directivo es fundamental, ya que ellos son los que conocen la industria y la dinámica de la compañía, siendo un activo muy valioso en la gestión de los *private equities*.
- Capacidad de endeudamiento infrautilizada, es decir, que no arrastre problemas financieros anteriores.
- Posibilidad de reducir costes.
- Existencia de activos no estratégicos que puedan ser objeto de venta.
- Posibilidad de que los directivos sean socios de la empresa para incentivarlos en su trabajo. Si los directivos tienen una participación en el capital de la empresa, ellos mismos tendrán un interés personal en que la empresa crezca y se revalorice.
- Existencia de pocas necesidades de capital de trabajo y programa de inversiones poco exigente, de manera que los flujos de caja generados puedan ir destinados mayormente al repago de la deuda¹¹.

En cualquier caso, los acreedores asumen la inseguridad de que la empresa adquirida alcance ese margen extra de su actividad ordinaria que le permitan amortizar la deuda. Cabe destacar que, ni la empresa adquiriente ni las entidades financieras tienen permitido, en un intento por garantizar la operación, establecer derechos reales sobre las acciones/ participaciones u otros activos relevantes de la sociedad *Target*. Estas garantías se considerarían asistencia financiera y está prohibida por la Ley de Sociedades de Capital, tanto para las sociedades de responsabilidad limitada (art. 143.2), como para las sociedades anónimas (art. 150). Esta prohibición se fundamenta principalmente en la

¹¹ Serrano Acitores, A., “Análisis financiero-económico de los *leveraged buyouts*”, *RCyT. CEF*, núms. 377-378, 2014, p. 194.

defensa de la integridad del capital social y la prevención de abusos por parte de los administradores¹².

Por lo tanto, si finalmente la empresa adquirida no alcanzara los objetivos de operatividad y facturación propuestos, podría darse el caso de que no pudiera satisfacer sus obligaciones de pago y, consecuentemente, se viera obligada entrar en concurso. Este es el gran peligro que encierran los LBOs y la razón por la cual se les conoce coloquialmente como “*Large Bankruptcy Opportunity*” (“gran oportunidad de entrar en bancarrota”). De hecho, un estudio llevado a cabo en la California Polytechnic State University sobre una muestra de 467 compañías sujetas a LBO, reveló que, aproximadamente un 20% de ellas había quebrado a los 10 años¹³.

2.3. Regulación jurídica aplicable

2.3.1. Regulación de las entidades de capital riesgo

Tal y como se ha mencionado en la construcción del marco teórico, los LBOs se encuadran en el universo de la inversión en capital riesgo. Por ello, la normativa configuradora y de referencia en este ámbito en el derecho español es la Ley 22/2014 LCR (en adelante, “LCR”). En su art. 1 establece que su objeto es la regulación del régimen jurídico de las entidades de capital riesgo, de otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y de las sociedades gestoras de entidades de inversión de tipo cerrado. Seguidamente, en su art. 3 define las entidades de capital riesgo como “aquellas entidades de inversión colectiva de tipo cerrado que obtienen capital de una serie de inversores mediante una actividad comercial cuyo fin mercantil es generar ganancias o rendimientos para los inversores y cuyo objeto principal viene definido en el artículo 9 de esta Ley”. De acuerdo con este, su actividad principal consiste en la toma de

¹² Asensio i Lahuerta, G., “La prohibición de asistencia financiera en las sociedades de capital”, *Cerrillo Gómez Boutique Law Firm*, 2024 (disponible en <https://cerrillogomez.com/la-prohibicion-de-asistencia-financiera-en-las-sociedades-de-capital/#:~:text=La%20prohibici%C3%B3n%20de%20asistencia%20financiera%20tiene%20los%20siguientes%20fundamentos%20principales,abusos%20por%20parte%20de%20administradores.>)

¹³ McElhaney, A., “LBOs Make (More) Companies Go Bankrupt, Research Shows”, *Institutional Investor*, 2019 (disponible <https://www.institutionalinvestor.com/article/2bswdyxrjhh0cc1n1lvk/corner-office/lbos-make-more-companies-go-bankrupt-research-shows>)

participaciones temporales en el capital de empresas que no sean inmobiliarias ni financieras y que no coticen en bolsa o cualquier otro mercado regulado equivalente¹⁴.

Por otro lado, las entidades de capital riesgo que operan en España han de atenerse igualmente a la normativa europea. La mencionada LCR fue promulgada con el objetivo de revisar el marco regulador de las entidades de capital riesgo y adaptar la legislación española a la normativa comunitaria con ocasión de la aprobación de la Directiva 2011/61/UE¹⁵. Esta directiva relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos, conocida como la Directiva AIFM (Alternative Investment Funds Managers), fue introducida con la finalidad de configurar a nivel europeo un marco de regulación y supervisión para los gestores de fondos de inversión alternativos. De sus dos objetivos principales, el primero consiste en incrementar la transparencia de la industria de las inversiones alternativas, ante la percepción que existe de falta de divulgación adecuada a los inversores. El segundo trata de abordar los riesgos sistémicos que plantea esta industria, particularmente, las consecuencias adversas que el elevado grado de endeudamiento de los LBOs podría acarrear para el sistema bancario¹⁶.

En lo que respecta al contenido que afecta a nuestro objeto de estudio, el art. 25 de la Directiva AIFM trata los límites al apalancamiento para los gestores (GFIA) de fondos de inversión alternativos (FIA) apalancados. Se establece que las autoridades competentes tienen el poder de establecer límites al apalancamiento si consideran que se está poniendo en peligro la estabilidad del mercado financiero o hay riesgos para los inversores. Para tomar decisiones sobre los límites, las autoridades evaluarán la estructura de financiación del FIA, los riesgos inherentes a la estrategia de inversión del fondo y el impacto potencial del apalancamiento en los mercados financieros y la economía en

¹⁴ Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

¹⁵ DIRECTIVA 2011/61/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 8 de junio de 2011 relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) no 1060/2009 y (UE) no 1095/2010.

¹⁶ Seretakis, A. L., "The New EU Directive on the Regulation of Private Equity", *Columbia Journal of European Law Online*, vol. 18, n. 3, 2012, p. 2.

general. De esta manera, se minimizan los riesgos de insolvencia en los LBOs y sus posibles efectos en los acreedores, inversores y el sistema financiero en su conjunto¹⁷.

Por otro lado, la Sección 2 del Capítulo V trata las “Obligaciones de los GFIA que gestionen FIA que adquieran el control de sociedades no cotizadas y de emisores”. Estas disposiciones afectan directamente a los *private equities* cuando adquieren el control de una sociedad, entendido como “más del 50% de los derechos de voto de la sociedad”¹⁸. En esta sección se incluyen una serie de directrices y requisitos de notificación e información para garantizar la transparencia en estas adquisiciones, permitiendo a los socios y empleados de la sociedad y a las autoridades comprender el impacto de la operación. Además, se obliga a los GFIA a preparar un informe anual donde se incluya información financiera clave, un análisis sobre las actividades de la sociedad durante el año y detalles sobre los cambios en la estructura corporativa, financiera y operativa. Este informe se dirigirá tanto a los inversores como a las autoridades competentes, mejorando así la supervisión y transparencia y ayudando a prevenir riesgos financieros y conflictos de interés¹⁹.

Por último, resulta crucial en el ámbito de los LBOs el art. 30, que regula la liquidación de activos de la sociedad adquirida tras la toma de control. Este artículo protege del denominado *asset stripping*, que consiste en vender los activos de la sociedad hasta descapitalizarla con el fin de obtener liquidez, sin consideración alguna por el futuro de la compañía. Para evitar esta situación, se prohíbe que en los 24 meses posteriores a la adquisición de la sociedad *Target* se facilite, apoye o instruya cualquier distribución, reducción de capital, reembolso a los accionistas o adquisición de acciones propias por parte de la empresa²⁰. En el contexto de un LBO, prohíbe utilizar los activos de la sociedad objetivo para financiar la adquisición (lo cual está prohibido también en la LSC en España como asistencia financiera). De esta manera, se intenta proteger el patrimonio de la sociedad *Target* de aquellas estrategias de inversión de los *private equities* cortoplacistas que no velan por la salud de la compañía a largo plazo.

¹⁷ DIRECTIVA 2011/61/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 8 de junio de 2011 relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) no 1060/2009 y (UE) no 1095/2010.

¹⁸ Ibid.

¹⁹ Ibid.

²⁰ Seretakis, A. L., “The New EU Directive on the Regulation of Private Equity”, *Columbia Journal of European Law Online*, vol. 18, n. 3, 2012, p. 5.

Antes de finalizar con la normativa europea, cabe destacar que en marzo de 2024 se aprobó la Directiva (UE) 2024/927²¹, que introduce modificaciones en la Directiva AIFM, complementando y ampliando la regulación existente para asegurar un mayor control. Tras comprobar la aplicación y el alcance de dicha directiva, la Comisión Europea concluyó que, a pesar de que se habían cumplido en su mayoría los objetivos de integración del mercado de FIA, era necesario revisar ciertas normas. Entre ellas, armonizar las normas aplicables a los GFIA que gestionan FIA que otorgan préstamos (FIA prestamistas) y clarificar aquellas que regulan los GFIA que delegan funciones en terceros. En definitiva, se introducen ciertas modificaciones sobre figuras más específicas para mejorar el funcionamiento de la Directiva AIFM, aunque sin reformarla sustancialmente y sin alterar las disposiciones mencionadas relativas a nuestro objeto de estudio.

2.3.2. Regulación de las adquisiciones apalancadas

Tal y como hemos expuesto previamente, las adquisiciones apalancadas o LBOs son figuras jurídicas de carácter mercantil. Reflejan su ánimo de lucro (art. 325 CCo²²) en la rentabilidad esperada con la reventa de la sociedad *Target*, que habrá elevado su valor gracias a la inversión y mejor gestión llevada a cabo por la sociedad adquirente. Además, las entidades de *private equity*, siendo estas las principales promotoras de los LBOs, definen el horizonte temporal de la inversión en el contrato de compraventa, con los correspondientes plazos y condiciones de salida de la sociedad adquirida. Por lo tanto, el carácter transitorio y la búsqueda de rentabilidad son claros signos de su mercantilidad.

No existe en el ordenamiento español, al menos por el momento, regulación específica de la figura del LBO. Sin embargo, desde un punto de vista general, resulta de aplicación a estas operaciones los preceptos de la legislación mercantil. Al fin y al cabo,

²¹ DIRECTIVA (UE) 2024/927 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 13 de marzo de 2024 por la que se modifican las Directivas 2011/61/UE y 2009/65/CE en lo que respecta a los acuerdos de delegación, la gestión del riesgo de liquidez, la presentación de información a efectos de supervisión, la prestación de servicios de depositaria y custodia y la concesión de préstamos por fondos de inversión alternativos.

²² “Será mercantil la compraventa de cosas muebles para revenderlas, bien en la misma forma que se compraron, o bien en otra diferente, con ánimo de lucrarse en la reventa”.

pese a la complejidad de estas transacciones, implican la compraventa de empresas. Por ello, se atenderán a lo dispuesto en el Código de Comercio²³ y, especialmente, en la Ley de Sociedades de Capital²⁴, que trata de manera específica diversas cuestiones relacionadas con los LBOs.

Por otro lado, se puede encontrar una referencia a las adquisiciones apalancadas en torno a la prohibición de asistencia financiera en la Ley de Modificaciones Estructurales²⁵ (LME), cuyo régimen ha sido reformado recientemente. Esta prohibición está recogida de forma genérica en la LSC, restringiendo el soporte financiero a las sociedades anónimas (art. 150 LSC) y a las de responsabilidad limitada (art. 143. 2 LSC) para la adquisición de sus propias acciones o participaciones o las de la sociedad dominante de un grupo. Sin embargo, a este tipo de transacciones resulta aplicable en muchos casos lo dispuesto en el art. 42 LME relativo a la “fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente”. Este artículo incluye ciertos requisitos para no incurrir en tal prohibición para el caso de las fusiones apalancadas. Concretamente, la presentación de un plan detallado de recursos y plazos para la satisfacción de las deudas; la justificación de la operación en términos económicos y financieros y la evaluación independiente de la razonabilidad de la misma.

Esta disposición ha generado mucho debate jurídico entre la doctrina, ya que, al asumir la sociedad *Target* la deuda utilizada para su adquisición, la fusión apalancada pasa a asemejarse a una forma de asistencia financiera indirecta. El problema radica en que existe un conflicto entre los objetivos legales y económicos. Tras la fusión, la deuda que inicialmente fue contraída por la entidad adquirente pasa a ser soportada por la sociedad *Target*, lo cual entra en contradicción con las restricciones legales, pero desde un punto de vista financiero, esta estructura puede ser necesaria para optimizar la gestión del grupo empresarial resultante. Para mitigar este conflicto, la legislación establece para las operaciones de fusión apalancadas los requisitos mencionados. De esta manera, se

²³ Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica el Código de Comercio.

²⁴ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

²⁵ Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, por el que se adoptan y prorrogan determinadas medidas de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la Guerra de Ucrania, de apoyo a la reconstrucción de la isla de La Palma y a otras situaciones de vulnerabilidad; de transposición de Directivas de la Unión Europea en materia de modificaciones estructurales de sociedades mercantiles y conciliación de la vida familiar y la vida profesional de los progenitores y los cuidadores; y de ejecución y cumplimiento del Derecho de la Unión Europea.

busca garantizar que la operación sea transparente y que no se comprometa la solvencia de la empresa ni los derechos de los socios y acreedores. Por lo tanto, el legislador permite las adquisiciones apalancadas y su posterior fusión, siempre y cuando se cumplan una serie de requisitos impuestos por la ley para asegurar un control adecuado de este tipo de operaciones. En definitiva, el legislador incluye esta previsión para establecer un sistema de garantías que refuerce la responsabilidad de los administradores y proteja la situación financiera de las empresas²⁶

3. RESPONSABILIDAD DE LOS ADMINISTRADORES EN LAS ADQUISICIONES APALANCADAS

3.1. Naturaleza jurídica de la responsabilidad de los administradores

Los administradores de las sociedades de capital son aquellas personas designadas para actuar en nombre y representación de la sociedad que dirigen, velando por el cumplimiento de los deberes establecidos en los artículos 225 y ss. de la Ley de Sociedades de Capital (LSC). Los administradores deben guiarse por estos principios de actuación, buscando siempre salvaguardar el interés superior de la sociedad. En caso de que el incumplimiento de estos deberes desencadene consecuencias dañinas para la sociedad, sus socios o terceros, los administradores serán responsables por ello. Se trata de una responsabilidad de naturaleza civil, distinta de la responsabilidad penal, fiscal, administrativa o de cualquier otra índole en la que podrían incurrir por la comisión de delitos o infracciones en áreas específicas durante el ejercicio de sus funciones²⁷.

La LSC dedica el Capítulo V del Título VI a regular este sistema de responsabilidad jurídica de los administradores, que es común a las sociedades anónimas y limitadas. El art. 236. 1 LSC establece como presupuestos para la activación de esta responsabilidad, cualquier acto u omisión contraria a la ley o a los estatutos sociales y el incumplimiento de los deberes inherentes al desempeño del cargo. Además, se exige un

²⁶ Álvarez, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera: el Art 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales”, *El Notario del siglo XXI*, vol. marzo-abril, n. 30, 2010.

²⁷ Zurita Vicioso, J. M., “La responsabilidad de los administradores”, *Revista Internacional de Doctrina y Jurisprudencia*, vol. 10, 2015, p. 2.

elemento subjetivo: que en esa actuación del administrador medie dolo o culpa. Pues bien, toda conducta ilícita del administrador que genere un daño hacia la sociedad, sus socios o los acreedores, desencadenará esta obligación de resarcir los perjuicios causados. Se requiere, por tanto, una relación de causalidad entre la actuación y el daño producido para el nacimiento de la responsabilidad de los administradores.

¿Hablar de la responsabilidad penal por descapitalización de la sociedad Target p.ej?

¿Hablar de la responsabilidad concursal si se llega a disolución de la sociedad Target?

BIBLIOGRAFÍA

1. LEGISLACIÓN

DIRECTIVA 2011/61/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 8 de junio de 2011 relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) no 1060/2009 y (UE) no 1095/2010 (Diario Oficial de la Unión Europea de 1 de julio de 2011).

DIRECTIVA (UE) 2024/927 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 13 de marzo de 2024 por la que se modifican las Directivas 2011/61/UE y 2009/65/CE en lo que respecta a los acuerdos de delegación, la gestión del riesgo de liquidez, la presentación de información a efectos de supervisión, la prestación de servicios de depositaria y custodia y la concesión de préstamos por fondos de inversión alternativos (Diario Oficial de la Unión Europea de 26 de marzo de 2024).

Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley

35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (BOE 13 de noviembre de 2014).

Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica el Código de Comercio (BOE 16 de octubre de 1885).

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (BOE 3 de julio de 2010).

Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, por el que se adoptan y prorrogan determinadas medidas de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la Guerra de Ucrania, de apoyo a la reconstrucción de la isla de La Palma y a otras situaciones de vulnerabilidad; de transposición de Directivas de la Unión Europea en materia de modificaciones estructurales de sociedades mercantiles y conciliación de la vida familiar y la vida profesional de los progenitores y los cuidadores; y de ejecución y cumplimiento del Derecho de la Unión Europea (BOE 29 de junio de 2023).

2. JURISPRUDENCIA

3. OBRAS DOCTRINALES

Álvarez, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera: el Art 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales”, *El Notario del siglo XXI*, vol. marzo-abril, n. 30, 2010.

Seretakis, A. L., “The New EU Directive on the Regulation of Private Equity”, *Columbia Journal of European Law Online*, vol. 18, n. 3, 2012.

Serrano Acitores, A., “Análisis financiero-económico de los leveraged buyouts”, *RCyT. CEF*, núms. 377-378, 2014.

Serrano Acitores, A., “El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo”, Tesis doctoral, Universidad Rey Juan Carlos, Madrid, *Dialnet*, 2012.

Zurita Vicioso, J. M., “La responsabilidad de los administradores”, *Revista Internacional de Doctrina y Jurisprudencia*, vol. 10, 2015.

4. SITIOS WEB

Asensio i Lahuerta, G., “La prohibición de asistencia financiera en las sociedades de capital”, *Cerrillo Gómez Boutique Law Firm*, 2024 (disponible en <https://cerrillogomez.com/la-prohibicion-de-asistencia-financiera-en-las-sociedades-de-capital/#:~:text=La%20prohibici%C3%B3n%20de%20asistencia%20financiera%20tiene%20los%20siguientes%20fundamentos%20principales,abusos%20por%20parte%20de%20administradores; última consulta 31/01/2025>).

McElhaney, A., “LBOs Make (More) Companies Go Bankrupt, Research Shows”, *Institutional Investor*, 2019 (disponible en <https://www.institutionalinvestor.com/article/2bswdyxrjhh0cc1n1lvk/corner-office/lbos-make-more-companies-go-bankrupt-research-shows; última consulta 31/01/2025>).

Serrano Acitores, A., “¿Qué es un LBO? Las compraventas apalancadas de empresas”, *Antonio Serrano Acitores*, 2018 (disponible en https://www.antonioserranoacitores.com/que-es-un-lbo/#_ftn1; última consulta 31/01/2025).

Vipond, T., “LBO Model”, *Corporate Finance Institute*, (s.f.) (disponible en <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/financial-modeling/lbo-model/; última consulta 31/01/2025>).