



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

LA PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA:
LA GÉNESIS DEL ARTÍCULO 42 DEL REAL
DECRETO-LEY 5/2023, DE 28 DE JUNIO

Autor: Luis Campuzano García-Espejo

5º E3-Analytics

Área de Derecho Mercantil

Madrid

Marzo 2025

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN.....	4
2. LA ASISTENCIA FINANCIERA Y SU EVOLUCIÓN JURÍDICA.....	6
2.1. Introducción al concepto de asistencia financiera	6
2.2. Evolución histórica del concepto	9
2.2.1. <i>La Companies Act de 1929</i>	9
2.2.2. <i>La Companies Act de 1948</i>	12
2.2.3. <i>Integración del concepto de asistencia financiera en el Derecho Comunitario y su incorporación al ordenamiento jurídico español</i>	13
3. CONDUCTAS PROHIBIDAS E INTERES JURÍDICOS TUTELADOS.....	18
3.1. Fundamentos de la prohibición de la asistencia financiera	18
3.2. Determinación de las conductas prohibidas	19
3.2.1. <i>Tipología de conductas prohibidas</i>	20
3.2.2. <i>Adquisición de acciones o participaciones por un tercero</i>	20
3.2.3. <i>Finalidad de la asistencia financiera</i>	21
4. EXCEPCIONES A LA PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA	22
4.1. La excepción relativa a los bancos y entidades de crédito	22
4.1.1. <i>Delimitación conceptual de la excepción</i>	23
4.1.2. <i>Requisitos de la excepción</i>	24
4.1.3. <i>Justificación económica y jurídica de la excepción</i>	24
4.2. La excepción relativa al personal de la Sociedad	27
4.2.1. <i>Justificación económica y jurídica de la excepción</i>	28
4.2.2. <i>Delimitación del alcance de la excepción</i>	29
4.3. La excepción relativa a las fusiones apalancadas	35
4.3.1. <i>Las LBOs como antecedente necesario de las fusiones apalancadas</i>	35
4.3.2. <i>Las fusiones apalancadas: Delimitación del concepto</i>	38
4.3.3. <i>Las fusiones apalancadas y su relación con la asistencia financiera</i>	39
4.3.4. <i>El artículo 35 de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles</i>	40
4.3.5. <i>El artículo 42 del del Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio.</i>	45
5. CONCLUSIONES.....	46
6. BIBLIOGRAFÍA:.....	49

LISTADO DE ABREVIATURAS

BCE:	Banco Central Europeo
CC:	Código Civil
CNMV:	Comisión Nacional del Mercado de Valores
ET:	Estatuto de los trabajadores
LBO:	Leveraged Buy-Out
LME:	Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.
LSC:	Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.
MLBO:	Merger Leveraged Buy-Out
OPA:	Oferta pública de adquisición
SSTJUE:	Sentencias del Tribunal de Justicia de la Unión Europea
SSTS:	Sentencias del Tribunal Supremo
STJUE:	Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea
STS:	Sentencia del Tribunal Supremo
TS:	Tribunal Supremo

1. INTRODUCCIÓN

La asistencia financiera, entendida como el conjunto de operaciones destinadas a facilitar directa o indirectamente la adquisición de las propias acciones o participaciones de una empresa, constituye un concepto que siempre ha sido objeto de controversia dentro del ámbito del Derecho Mercantil. La ausencia de una definición clara del término unida a las distintas posiciones doctrinales y jurisprudenciales sobre la materia, han tenido como consecuencia la generación de amplios debates en torno a esta figura dificultando una interpretación uniforme del concepto.

Desde su origen en el Derecho británico en la figura de la Companies Act de 1929 y hasta nuestros días, la regulación de la prohibición de la asistencia financiera ha estado sometida a una continua evolución. El surgimiento de la figura en un contexto económico y empresarial radicalmente distinto al actual ha justificado la necesidad de ir adaptando su regulación. De ahí que el concepto haya experimentado importantes transformaciones a lo largo del tiempo con la finalidad de garantizar su adecuación a las condiciones económicas de cada momento.

Inicialmente, la prohibición fue configurada como un medio para preservar la estabilidad financiera de las empresas y evitar prácticas fraudulentas en perjuicio del interés de acreedores y accionistas. Pero no es menos cierto que, desde su origen, la prohibición ha estado sujeta a críticas de la doctrina dada su cuestionable inflexibilidad. En este sentido, han sido muchos los autores que se han cuestionado hasta qué punto, en un mercado financiero, sobre todo el actual, caracterizado por su complejidad y competitividad, era conveniente flexibilizar la regulación con la finalidad de prevenir que ésta se convirtiera en un obstáculo indeseable para determinadas operaciones que, lejos de generar un perjuicio para la estabilidad económica de las sociedades partícipes en la operación, podrían redundar en un beneficio económico para las mismas.

Teniendo en cuenta estas premisas, lo que pretendo en el presente trabajo es profundizar en el estudio de la figura de la asistencia financiera desde un doble enfoque: crítico y actualizado. En este sentido, comenzaré el TFG realizando una delimitación del concepto de la asistencia financiera atendiendo a las principales definiciones doctrinales y a la problemática derivada de la ausencia de claridad y homogeneidad en su definición. Posteriormente, realizaré un análisis exhaustivo de su evolución histórica, desde su origen

en el Derecho británico hasta su progresiva adaptación a la normativa comunitaria y en concreto a su recepción en el ordenamiento jurídico nacional.

Asimismo, intentaré realizar un análisis crítico de la figura tratando de identificar con claridad los intereses jurídicos protegidos junto a las razones doctrinales y jurisprudenciales que han justificado la existencia y mantenimiento de la prohibición. Además, prestaré especial atención a las excepciones previstas por la legislación, profundizando en los fundamentos perseguidos con las mismas y realizando una valoración crítica de su carácter justo y necesario.

A este respecto, voy a analizar en concreto las excepciones relativas a las operaciones efectuadas en el régimen ordinario de los bancos y entidades de crédito, así como las dirigidas al personal de las sociedades, teniendo en cuenta la problemática asociada a un concepto jurídico tan indeterminado como el de “personal de la empresa”, la controvertida aplicación de la teoría del vínculo, y la evolución reciente de la jurisprudencia nacional al respecto.

Finalmente, en este trabajo voy a dedicar un capítulo al análisis de la tercera de las excepciones, es decir, la que se refiere a las fusiones apalancadas recogidas inicialmente en el artículo 35 de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, y actualmente en el artículo 42 del Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio. Este análisis examinará minuciosamente esta figura, estudiándola desde su estructura económica y financiera hasta su régimen legal y haciendo especial énfasis en las controversias que rodean la exigencia de pronunciamiento del experto independiente en torno a la existencia de asistencia financiera.

En conclusión, la finalidad última que me planteo en el presente trabajo es la de ofrecer una visión integral, crítica y actualizada sobre la regulación de la prohibición de la asistencia financiera en el ordenamiento jurídico nacional, realizando un recorrido desde sus orígenes en la Companies Act del 1929 hasta su recepción en el ordenamiento jurídico español en las figuras del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio y Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio.

2. LA ASISTENCIA FINANCIERA Y SU EVOLUCIÓN JURÍDICA

2.1. Introducción al concepto de asistencia financiera

En el presente trabajo nos proponemos profundizar en el concepto de la “asistencia financiera”, su evolución a lo largo de los tiempos y su traslación al ordenamiento jurídico español. Pero antes de nada debemos situar el propio concepto contestando a la siguiente pregunta: ¿qué debe entenderse por “asistencia financiera”? Ya aquí surge el primer inconveniente al tratarse de un término que no ha sido definido de forma precisa por el legislador español. Es verdad que han sido muchos los intentos doctrinales de definirlo, acotarlo y explicarlo a fin de transmitir su esencia y sus objetivos fundamentales, pero como apuntan algunos autores, nos enfrentamos a un término ambiguo donde la ausencia de una definición precisa ha contribuido a generar cierto clima de inseguridad jurídica¹.

Como decíamos, en este contexto de cierta indefinición han sido muchos los autores que han tratado de delimitar el concepto de “asistencia financiera” formulando definiciones más o menos acertadas y clarificadoras. Hay quien, por ejemplo, nos las describe como “aquellas operaciones de naturaleza económica que resultan en una atribución patrimonial, ya sea potencial o efectiva, a un tercero. Esta atribución tiene como finalidad permitir que el tercero adquiera acciones de una sociedad, siendo la causa subyacente principalmente una causa de favor”².

Otros se refieren a este tipo de operaciones como cualquier acto que una sociedad realice y que tenga como finalidad “financiar la adquisición por parte de un tercero de sus acciones o participaciones sociales asumiendo algún coste, real o potencial, de la adquisición”³.

Lo mismo ocurre si salimos de España y así, si nos vamos al derecho británico, cuna de la prohibición de la asistencia financiera, también allí nos encontramos testimonios ambiguos al respecto. Así, como afirman algunos autores, la Companies Act

¹ Cfr. Carretero Pires, A., “Prohibición de asistencia financiera: concepto y aplicación a operaciones de adquisición apalancadas”, 2008, p. 411.

² Bayona Giménez, R., “La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias en las Sociedades Anónimas”, 2000, p. 506.

³ De Vivero de Porras, C., “La prohibición de asistencia financiera en las sociedades de capital: su incumplimiento a la luz de la actual jurisprudencia en España”, *Derecho & Sociedad*, n. 63, 2024, p. 260.

tampoco nos ofrece una definición clara del término⁴. Al igual que ocurre en la legislación española, se limita a establecer ejemplos de operaciones que podrían encajar en el amplio universo que engloba la asistencia financiera. En cualquier caso, conviene poner énfasis en que, lo que sí existe, es jurisprudencia consolidada que facilita la interpretación de la aplicación de la prohibición en determinadas circunstancias.

Una vez sentada la premisa de una cierta indefinición conceptual, estamos ya en condiciones de entrar de lleno en el análisis de la evolución del término a lo largo de los tiempos, y lo primero a reseñar es que no estamos ni mucho menos ante una realidad inmutable. Es más, lo que se entiende por “asistencia financiera” ha experimentado una continua evolución desde que se implantara por primera vez en el ordenamiento jurídico británico, concretamente en la Companies Act de 1929⁵. Una continua evolución motivada por la necesidad de flexibilizarla con el fin de no impedir ciertas adquisiciones apalancadas (*Leveraged Buy-outs, LBOs*) que, en determinados casos, podrían resultar beneficiosas para las empresas involucradas⁶.

Merece la pena pues que nos detengamos un poco en este concepto al que acabamos de hacer referencia: las LBOs. Creemos que es un concepto que es importante aclarar por cuanto que constituyen el antecedente necesario de otro importante concepto que vamos a tener en cuenta en este trabajo: las conocidas como “fusiones apalancadas”. Siguiendo a la doctrina, cabe definir las LBOs como aquellas operaciones en las que una sociedad se endeuda con la finalidad de adquirir el control sobre otra⁷.

Resulta incuestionable que son muchos los beneficios que generan este tipo de operaciones, por ejemplo, la posibilidad de llevar a cabo adquisiciones mediante una mínima aportación de capital permitiendo con ello la tan necesaria restructuración de las sociedades. Pero también es cierto que las mismas plantean serias dudas en cuando a su licitud. Y ahí surge la problemática de si se debe prohibir o no la asistencia financiera para este tipo de operaciones. En este sentido, si bien los LBOs no siempre vulneran la letra de la ley, sí que vulneran su espíritu por cuanto que, como defienden ciertos autores, la fusión posterior a la LBO se desvía completamente de su función típica, siendo una

⁴ Cfr. Shepherd, J., “Financial Assistance”, *IBA Corporate and M&A Law Committee*, 2022, p. 2.

⁵ Companies Act, 1929.

⁶ Cfr. Velasco San Pedro, L. A., “La reforma de la asistencia financiera en Europa”, 2006, p. 21.

⁷ Cfr. Álvarez Royo-Villanova, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera: el Art 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales”, *Anales de la Academia Matritense del Notariado*, 2010, p.122.

operación por la cual se obtiene un resultado idéntico a las asunciones de deuda sin liberación del deudor, por lo que se elude así la prohibición de asistencia financiera⁸.

Cabe añadir además que se trata de operaciones que, desde su origen en los Estados Unidos durante la década de 1960, han estado expuestas a una continua evolución⁹. En el caso concreto de España, hablamos de un mercado que durante la primera parte del siglo XXI y en especial desde el año 2004, ha estado expuesto a un continuo crecimiento, no solo en lo relativo al número de operaciones sino también a la complejidad financiera y jurídica de las mismas, siendo la consecuencia de todo ello que estas operaciones hayan sido merecedoras de una atención especial por parte del legislador dada su complejidad y los riesgos financieros inherentes a este tipo de operaciones¹⁰.

Sentadas estas premisas y antes de adentrarnos de lleno en el análisis de la evolución de la asistencia financiera, consideramos relevante dejar constancia de otro factor clave y determinante en esta evolución. Este factor, puesto de manifiesto por la doctrina, es la necesidad de preservar el capital social de las empresas como medio para proteger los intereses de los acreedores. En opinión de los autores, el principal objetivo que sustenta la prohibición de la asistencia financiera es evitar que el capital social de una empresa esté respaldado por créditos otorgados por la propia sociedad, es decir, evitar que una sociedad utilice sus propios recursos para financiar de alguna manera la adquisición de sus propias acciones¹¹.

Este factor, unido al aumento en número y complejidad de las operaciones de LBO al que antes se hacía mención, ha sido el motivo fundamental de la continua evolución a la que se ha visto sometida la prohibición de la asistencia financiera.

⁸ Cfr. Fernández Fernández, M. C., “La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones como obstáculo a ciertas compras apalancadas de empresas, o leveraged buy-outs”, *Revista de Derecho Mercantil*, n. 232, 1999, pp. 577-644.

⁹ Hernández, J. L., y Carrión, D., “Aproximaciones a la estructuración e implementación de operaciones de Leveraged Buy Out”, *Revista de Derecho Mercantil*, n. 1, 2022, p. 49. Tal y como exponen los autores, estas operaciones tienen su origen en Estados Unidos en la década de los 60 con el boom de los conglomerados. Como consecuencia de las bajas tasas de intereses ofrecidas por el mercado y con el objetivo de conseguir una rentabilidad mayor en sus inversiones, muchas empresas comenzaron a explorar la vía de la adquisición de compañías, en lo que hoy se conoce como operaciones de LBO.

¹⁰ Cfr. Serrano Acitores, A., “Análisis Financiero-Económico de los Leveraged Buyouts”, *Revista de Contabilidad y Tributación*, n. 377-378, 2014, p. 162.

¹¹ Cfr. Díez-Picazo, L., “Los negocios de la sociedad con las propias acciones”, *Advocatus*, n. 13, 2005, pp. 75-76.

Poco a poco, a medida que vamos avanzando en el análisis de la asistencia financiera, vemos que vamos asociándola al término “prohibición”: prohibición de la asistencia financiera. Vayamos a los hitos principales a lo largo de la historia.

2.2. Evolución histórica del concepto

2.2.1. La Companies Act de 1929

Si tuviéramos que situar en el tiempo la aparición del concepto “prohibición de la asistencia financiera” tendríamos que situarnos en Reino Unido y en concreto en el año 1929. Fue en ese año cuando se produce un hecho que supone una revolución en la regulación de las operaciones financieras en ese país. Nos referimos a la Companies Act.

Conviene, no obstante, antes de adentrarnos en un análisis profundo de esa regulación, traer a colación dos precedentes claves que fueron anteriores a la Companies Act de 1929. Dos hechos que sirvieron de fundamento a dicha norma y que, en cierta medida, fueron los responsables de establecer las bases legales de lo que entendemos por asistencia financiera y de sentar los principios que luego quedarían plasmados en la Companies Act de 1929. Uno de estos precedentes es jurisprudencial, el otro es legislativo, pero ambos abordaron aspectos críticos relacionados con la protección del capital social y la integridad financiera de las empresas.

Nos ocuparemos en primer lugar del precedente jurisprudencial y para ello tenemos que remontarnos al año 1887: estamos hablando del caso *Trevor v. Whitworth*. Es importante saber que en Reino Unido y hasta la primera mitad del siglo XIX, el hecho de que las empresas recompraran acciones era una práctica muy habitual. Pero este caso *Trevor v. Whitworth* provocó que las cosas cambiaran. Según el criterio de los jueces encargados del caso, la normativa existente en ese momento, la *Joint Stock Companies Act* de 1867, no había sido diseñada con el objetivo de que las empresas pudieran recomprar sus propias acciones¹². ¿Por qué? Pues porque operaciones de este tipo podían suponer una amenaza para el propio capital social de las empresas, algo sagrado por

¹² Cfr. McCabe, B., “The Desirability of a Share Buy-Back Power”, *Bond Law Review*, vol. 3, n. 1, 1991, p. 116.

tratarse de recursos financieros de los que dispone la empresa para su funcionamiento y el cumplimiento de sus obligaciones. Es verdad que aquí no estamos ante un caso que se refiera directamente a un supuesto de asistencia financiera, pero no es menos cierto que este precedente sentó las bases para la posterior regulación de la autocartera y tuvo un gran impacto en la legislación relativa a la asistencia financiera que vino a posteriori.

Vayamos ahora al segundo de los precedentes al que hemos hecho referencia: el legislativo. Y aquí debemos referirnos al Informe Greene de 1926. Tras la Primera Guerra Mundial se había puesto de moda en Gran Bretaña una práctica consistente en lo siguiente: Una empresa solicitaba un préstamo bancario para financiar la compra de otra empresa, y a continuación liquidaba el préstamo con los fondos de la empresa comprada. ¿Cuál fue la opinión del Informe Greene respecto a esta forma de actuar? Su conclusión fue que operaciones de esta naturaleza eran contrarias al espíritu de la doctrina dictada para el caso *Trevor v. Whitworth*. En definitiva, lo que hizo el Informe Greene fue dar una recomendación que tuvo mucha influencia en los legisladores que posteriormente redactaron la *Companies Act* de 1929¹³.

Pero es en 1929, bajo este ambiente generado por ambos precedentes a los que nos acabamos de referir cuando aparece la *Companies Act*. Podemos afirmar que es a partir de este momento cuando de verdad se produce un giro dramático en la regulación de las operaciones financieras al introducirse el concepto de “prohibición de asistencia financiera”. ¿Y cuál es el motivo para que se prohíba dicha asistencia? Lo que se pretendía, fundamentalmente, era salvaguardar la estabilidad financiera de las empresas protegiendo su capital social. En este sentido, admitir que las empresas pudieran financiar la compra de sus propias acciones equivaldría a autorizar una reducción no autorizada del capital social, el cual debe mantenerse a salvo de cara a garantizar la estabilidad financiera de la empresa.

Lo anterior nos llevaba a una práctica conocida como “asset stripping” (liquidación de activos) que en cierta medida era vista como un fenómeno perverso que había que evitar. La práctica a la que nos estamos refiriendo podría explicarse como el fenómeno por el cual se compraba una empresa recurriendo a financiación bancaria, procediendo a posteriori a utilizar los activos de la adquirida para amortizar dichos

¹³ Cfr. Velasco San Pedro, L. A., (2006), op. cit., p. 15.

préstamos, provocando con ello su descapitalización. Para los legisladores de la Companies Act de 1929, de no introducirse la prohibición de asistencia financiera, las empresas corrían el riesgo de ver su capital social comprometido, con la consiguiente desprotección e impacto negativo en los intereses de los acreedores y accionistas¹⁴.

Entrando más al detalle nos centramos ahora en la parte concreta del articulado de la Companies Act de 1929 y las palabras exactas con las que se prohibió la asistencia financiera. Fue exactamente la sección 45 en la que se dispuso lo siguiente: "Ninguna parte de los fondos de la empresa podrá ser utilizada, directa o indirectamente, para la compra de las acciones de la propia empresa, o como medio de garantía para garantizar el repago del préstamo contraído para financiar la adquisición." No obstante, a pesar de lo contundente de la prohibición, el legislador estableció una salvedad. Citamos textualmente: "nada en esta regulación prohibirá las transacciones mencionadas en la salvedad del apartado 45(1) de la ley". Mediante esta salvedad se admitían ciertas excepciones a la regla general permitiéndose algunas transacciones específicas bajo condiciones determinadas.

¿Y cuáles eran estas excepciones a la regla general a las que se refería el legislador? Eran fundamentalmente dos: La primera hacía referencia a los préstamos habituales en el día a día de cualquier empresa, es decir, préstamos destinados a la satisfacción del objeto social de la misma. En segundo lugar, también se exceptuaron de la prohibición aquellos préstamos que tenían como objetivo el que los trabajadores de una sociedad pudieran hacerse con acciones de esta. A este respecto, todo lo que fuera apoyar la implicación de los empleados en las compañías, incluso mediante la compra de acciones, se veía como algo positivo al constituir una herramienta para fomentar el compromiso y la implicación de los trabajadores en el éxito a largo plazo de las compañías.

No obstante, también nos vamos a referir a algún defecto a nuestro juicio relevante en la redacción de la prohibición en esta sección 45 de la Companies Act de 1929 que estamos analizando. ¿Cómo calificar si no al hecho de haber omitido una referencia expresa a la modalidad de adquisición de acciones mediante suscripción? Aquí nos

¹⁴ Cfr. Petkovic, D., "Financial Assistance: A Fatal Flaw In Cross-Border Acquisition Financings", *Project Finance NewsWire*, 2001, pp. 22-23.

encontramos con la problemática generada por la incertidumbre jurídica que se deriva de semejante omisión. Veámoslo con un ejemplo: Imaginémonos el supuesto bastante corriente en el que una empresa emite nuevas acciones y un tercero las adquiere mediante suscripción. En este ejemplo que citamos no queda del todo claro si estamos ante una operación que queda fuera del alcance de la prohibición de asistencia financiera establecida por la ley, o si por el contrario se trata de una operación prohibida. En definitiva, una omisión de la que se deriva una fuente de generación de incertidumbre jurídica que hizo necesario ciertas aclaraciones y ajustes legislativos en posteriores reformas¹⁵.

Fue concretamente el caso VGM holdings, el que se encargó de poner luz a esta omisión que acabamos de apuntar. Se trata de un caso del año 1942 en el que la Corte de Apelación dictaminó que la suscripción de acciones quedaba fuera del alcance de la prohibición de asistencia financiera. ¿Por qué motivo? Pues sencillamente porque la ley no hacía una mención explícita de las mismas. Entendió el tribunal por tanto que las suscripciones no constituían una compra directa de acciones propias de la empresa. Por el contrario, se trataba de un proceso mediante el cual un individuo se convertía en accionista a través de un proceso de solicitud y asignación¹⁶.

2.2.2. *La Companies Act de 1948*

En cualquier caso, la fuente de confusión generada por la omisión a la que acabamos de hacer referencia era tal, que debía ser subsanada de forma definitiva y concluyente. Y para ello era preciso señalar expresamente en la norma, sin ambigüedades ni medias tintas, la prohibición de la suscripción de acciones. Con este objetivo fue promulgada la Companies Act de 1948¹⁷. Se trató de una reforma que vino a ampliar el marco de la prohibición de asistencia financiera. Ya no solo se tenían en cuenta las operaciones que tuvieran como finalidad la compra de acciones de una sociedad, sino también aquellas otras destinadas a suscribirlas. Con esto se consiguió erradicar toda una

¹⁵ Cfr. Lowry, J., “The Prohibition Against Financial Assistance: Constructing a Rational Response”, p. 8.

¹⁶ Id.

¹⁷ Companies Act, 1948. Se introdujo de una vez por todas el término asistencia financiera como cláusula de cierre de la Sección 54 del texto normativo.

suerte de prácticas fraudulentas que eludían la prohibición bajo el argumento que la financiación tenía como objetivo la suscripción de las acciones y no su compra directa¹⁸.

El término que se utilizó para zanjar de una vez por todas la ambigüedad y la fuente de inseguridad existente fue el de "financial assistance". Lo que se pretendió mediante la inclusión de dicho término no fue otra cosa que englobar bajo un concepto muy amplio todo tipo de transacción financiera que tuviera como objetivo el de proporcionar asistencia para la adquisición de acciones propias de la empresa¹⁹. Pero aquí apareció un nuevo problema: era tal la amplitud del término de asistencia financiera, que el resultado pretendido podía ser el contrario al previsto ya que se podían llegar a prohibir operaciones que, lejos de poner en peligro los intereses de los accionistas o acreedores de cualquier empresa, muy al contrario, podían resultar beneficiosas para las mismas²⁰.

En este sentido y siguiendo con el análisis de la evolución del concepto de "prohibición de la asistencia financiera", en el año 1962, dentro del contexto del análisis de la Companies Act de 1948, se constituyó el Comité Jenkins con el encargo de estudiar pormenorizadamente esta legislación. Entre otras muchas cuestiones, dicho comité prestó una especial atención al concepto de la prohibición de la asistencia financiera y, tras su análisis y deliberación, sus miembros concluyeron que la redacción de la ley no alcanzaba los objetivos inicialmente previstos. Ello era debido a que, en un exceso regulatorio, la normativa restringía transacciones aparentemente beneficiosas. A partir de este momento se fue generando una corriente doctrinal que defendía que, bajo determinadas condiciones y circunstancias, tales operaciones debían poder llevarse a cabo, en tanto en cuanto, no se están poniendo en riesgo los intereses de accionistas y acreedores²¹.

2.2.3. Integración del concepto de asistencia financiera en el Derecho Comunitario y su incorporación al ordenamiento jurídico español

Y centrándonos ahora en España, ¿qué decir de la prohibición de la asistencia financiera en nuestro ordenamiento jurídico? Dentro del marco del mercado único

¹⁸ Cfr. Vargas Vasserot, C., "Los efectos jurídicos de la contravención de la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias", en Morillas Jarillo, M. J., (dir.), Perales Viscasillas M. de P., (dir.), Porfirio Carpio, L. P., (dir.), y Sánchez Ruiz, M., (aut.), *Estudios sobre el futuro Código Mercantil: libro homenaje al profesor Rafael Illescas Ortiz*, 2015, p. 969.

¹⁹ Id. Se produjo una corrección de la redacción de la sección 45 de la Companies Act de 1929, que pasó a ser la sección 54 de la Companies Act de 1948.

²⁰ Davies, P. L., Worthington, S., y Micheler, E., "Capital maintenance", *Gower's Principles of Modern Company Law*, Sweet & Maxwell, 2016, p. 670.

²¹ Vargas Vasserot, C., (2015), op.cit., p. 969.

europeo, el concepto de asistencia financiera fue integrado en nuestro ordenamiento a raíz del proceso de adaptación de los distintos países a la normativa comunitaria, tomando como base en su origen al sistema jurídico británico.

En concreto, la integración al marco comunitario se articuló mediante la Segunda Directiva, de 13 de diciembre de 1976²². Dicha directiva jugó un papel crucial al establecer un marco común para los países miembros de la Unión Europea, con el fin de regular la prohibición de la asistencia financiera. Volvemos a lo de siempre: ¿cómo dotar de una especial protección al capital social de las empresas evitando operaciones que puedan poner en riesgo los legítimos intereses de accionistas y acreedores? ¿Cómo evitar que las empresas puedan utilizar sus propios recursos para la compra de sus acciones? Mediante la adaptación de esta normativa al ordenamiento jurídico español lo que se conseguía era una mayor uniformidad entre las sociedades dentro del mercado único europeo.

La Segunda Directiva, de 13 de diciembre de 1976 a la que nos estamos refiriendo fue incorporada al ordenamiento jurídico español mediante el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre²³, que aprobó el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. Posteriormente, la normativa se extendió a las Sociedades de Responsabilidad Limitada a través de la Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada²⁴. Se trata de una ley importante ya que excedió el universo de las Sociedades Anónimas y adaptó las disposiciones de la Segunda Directiva, de 13 de diciembre de 1976 al régimen jurídico de las Sociedades de Responsabilidad Limitada, garantizando así también la protección del capital social y los intereses de los socios y acreedores en este tipo de sociedades.

Una vez citadas sus virtudes, nos centramos ahora en las críticas que recibió esta Segunda Directiva, de 13 de diciembre de 1976, críticas que afloraron desde el mismo

²² Segunda Directiva 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. (DOCE 31 de enero de 1977). Disposición derogada.

²³ Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. (BOE 27 de diciembre de 1989). Disposición derogada.

²⁴ Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada. (BOE 24 de marzo de 1995). Disposición derogada.

momento de su aparición y que se cebaron especialmente con la redacción de su artículo 23. ¿Realmente qué es lo que se criticaba? Al parecer no se entendía muy bien que en dicho artículo se pudiera prohibir a las Sociedades Anónimas adelantar fondos, otorgar préstamos o proporcionar garantías para la adquisición de sus propias acciones. Fueron muchos los autores que consideraron esta disposición como excesivamente rígida. Debemos tener en cuenta que existen operaciones que desde un punto de vista puramente empresarial podrían estar más que justificadas y que, sin embargo, un artículo como éste podría llegar a entorpecer e incluso impedir. Así, una prohibición de asistencia financiera de semejante calibre podía colocar a nuestras empresas en una situación de desventaja competitiva alejándolas de la realidad del mercado. Era necesario pues flexibilizar una normativa tan rígida²⁵.

Cierto es que había que acomodar la legislación a la nueva realidad impuesta por el mercado único, pero no es menos cierto que había que dotar a las empresas con herramientas para desenvolverse con garantías de éxito en un mercado cada vez más interrelacionado y competitivo. En definitiva, había que ser más flexibles y en tal sentido fue creada una comisión encargada de revisar y flexibilizar las normativas existentes en el derecho societario europeo²⁶. Fruto de esta comisión fue el informe Winter quien partiendo de la realidad económica del momento y de las necesidades reales de las empresas en un mundo cada vez más competitivo, pretendía la adecuación del derecho comunitario. Una de las principales recomendaciones del informe fue modificar las restricciones sobre la asistencia financiera sin perder de vista la estabilidad de las empresas. ¿En qué sentido? Pues permitiendo que tales prácticas fueran viables, pero siempre bajo la condición de que no se excedieran las reservas distribuibles de las empresas. Como hemos dicho, mayor flexibilidad, pero sin poner en riesgo la estabilidad financiera²⁷.

²⁵ Cfr. Velasco San Pedro, L. A., (2006), op. cit., pp. 12-14.

²⁶ Cfr. Azofra, F., “El Informe Winter sobre modernización del derecho societario en Europa”, *Actualidad Jurídica Uriá & Menéndez*, n. 4, 2003, p. 31.

²⁷ Grupo de Alto Nivel de Expertos en Derecho de Sociedades, “Resumen de las observaciones y recomendaciones del grupo de alto nivel de expertos en Derecho de sociedades. Informe Winter”, 2002 (disponible en [https://www.icjce.es/images/pdfs/TECNICA/B1%20-%20Comisi%C3%83%C2%B3n%20Europea/B.1.21%20-%20CE%20-%20DSyGC%20-%20Moderniz%20legis/Informe%20Winter%20\(Trad%20ICAC\)%20-%2004112002.PDF](https://www.icjce.es/images/pdfs/TECNICA/B1%20-%20Comisi%C3%83%C2%B3n%20Europea/B.1.21%20-%20CE%20-%20DSyGC%20-%20Moderniz%20legis/Informe%20Winter%20(Trad%20ICAC)%20-%2004112002.PDF); última consulta 20/03/2025).

Sea como fuere, las críticas de las que fue objeto la Segunda Directiva, de 13 de diciembre de 1976, impusieron la conveniencia de una revisión de la misma, revisión que se llevó a cabo mediante la Directiva 2006/68/CE, adoptada el 6 de septiembre de 2006²⁸. En este nuevo marco normativo se tuvieron especialmente en cuenta las recomendaciones del informe Winter, y esto permitió que las Sociedades Anónimas pudieran proporcionar asistencia financiera para la adquisición de sus propias acciones por parte de terceros, pero siempre con la condición de que dicha asistencia no excediera el límite de sus reservas distribuibles. Además, la Directiva establecía que, para ser admitida una operación de asistencia financiera, ésta debía ser aprobada previamente por la asamblea general de socios requiriéndose una mayoría de al menos el 66% de los votos. Conjuntamente, el consejo de administración tenía que elaborar un informe detallado explicando las condiciones de la asistencia, los riesgos asociados, el precio de adquisición de las acciones y el interés general para la empresa.

Pero como en toda reforma, enseguida aparecieron algunos matices problemáticos. Uno de los problemas que surgen en relación con esta permisión en caso de disponer la sociedad de reservas distribuibles es que, en todo caso, lo que se está protegiendo fundamentalmente es el interés de los acreedores, pero aparecen dudas sobre si se está protegiendo igualmente el interés de los accionistas y el de la sociedad. ¿Por Qué decimos esto? Pues porque, al fin y al cabo, se está destinando el capital de la sociedad a un fin distinto de aquel que constituye su objeto social²⁹.

Desgraciadamente, y a pesar de tratarse como hemos explicado de algo bueno para las empresas al dotarlas de una mayor flexibilidad acorde con el mundo en que vivimos, en España aún no se ha llevado a cabo la trasposición de la Directiva 2006/68/CE, de 6 de septiembre de 2006. En consecuencia, seguimos bajo el paraguas de las influencias restrictivas de la Segunda Directiva. Esto deja a nuestras empresas en una clara desventaja

²⁸ 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. (DOCE 25 de septiembre de 2006). Disposición derogada.

²⁹ Cfr. Hidalgo Romero, R. y Moya Yoldi, J., “Consideraciones sobre la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias a la luz de la tramitación parlamentaria del proyecto de ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles”, *Revista Aranzadi Doctrinal*, n. 1, 2009, pp. 101-131. (versión electrónica base de datos Aranzadi Instituciones). Fecha de la última consulta: 21 de marzo de 2025.

competitiva en comparación con las de otros estados miembros de la Unión Europea que si han traspuesto la directiva.

Otro hito clave en la evolución histórica que estamos analizando se produce en 2010. Ese año se promulga la Ley de Sociedades de Capital³⁰, que trae como consecuencia la refundición en un único cuerpo legal de dos leyes clave en el derecho mercantil español: la Ley de Sociedades Anónimas (LSA) y la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada (LRSL). Esta refundición podemos evaluarla de positiva al dotar de mayor claridad y coherencia toda la regulación de las sociedades mercantiles en España. Como aspecto a destacar en relación con el tema que estamos estudiando, la prohibición de la asistencia financiera se consolidó y se adaptó para regular tanto a las Sociedades Anónimas como a las Sociedades de Responsabilidad Limitada, tratando los aspectos específicos de la asistencia financiera en los artículos 143.2 y 150 LSC.

Junto a la mencionada Ley de Sociedades de Capital y sus artículos 143.2 y 150, traemos también a colación la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (LME)³¹. El motivo de referirnos a ella es que esta ley introduce las llamadas fusiones apalancadas que vinieron a constituir una nueva excepción a la prohibición de asistencia financiera. En este sentido, según el artículo 35 de la LME, las fusiones apalancadas son válidas siempre y cuando se cumplan una serie de requisitos. Por fusiones apalancadas entendemos un tipo de operaciones en las que el comprador financia la operación fundamentalmente mediante deuda. No nos detenemos aquí ya que, a este asunto se le dedicará bastante espacio más adelante.

Finalizamos este análisis de la evolución de la asistencia financiera haciendo referencia al Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio³², que sustituye a la Ley 3/2009, de 3 de abril. Este Real Decreto introduce algún matiz en referencia a lo que estamos comentando. Así, el referido artículo 35 de la ley de 2009 pasa a ser el artículo 42 en el

³⁰ 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).

³¹ Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. (BOE 4 de abril de 2009).

³² 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).

nuevo Real Decreto-ley, siendo la única novedad relevante en este contexto la que afecta al informe del experto independiente.

3. CONDUCTAS PROHIBIDAS E INTERES JURÍDICOS TUTELADOS

3.1. Fundamentos de la prohibición de la asistencia financiera

Una vez delimitado el concepto de la prohibición de la asistencia financiera y analizada su evolución a lo largo de la historia, procedemos a descender al ámbito concreto de las conductas prohibidas y los intereses jurídicos tutelados. Para ello, comenzamos haciendo referencia al pronunciamiento del Tribunal Supremo en dos sentencias: en primer lugar, la STS 889/2004, de 28 de septiembre³³, y, en segundo lugar, la STS 79/2012, de 1 de marzo³⁴. Ambas sentencias presentan un común denominador que es el factor determinante de la prohibición de la asistencia financiera. A este respecto, hablamos de la necesidad de impedir a toda costa operaciones que afecten negativamente al patrimonio de las sociedades poniendo en riesgo los legítimos intereses de acreedores y accionistas. Del mismo modo se trata de evitar prácticas abusivas por parte de los administradores de las sociedades tendentes a alterar o reforzar su poder de decisión dentro de las mismas³⁵.

Se hacen eco de los argumentos de dichas sentencias numerosos autores al poner de manifiesto la protección de los intereses de los accionistas y el fin social de la empresa como elementos a proteger mediante la prohibición de la asistencia financiera. Concluyen que, lo que se busca, no es sino evitar que las empresas puedan utilizar sus propios recursos para realizar transacciones que puedan poner en peligro su propia estabilidad financiera, así como a sus accionistas y a sus acreedores³⁶.

³³ Sentencia del Tribunal Supremo, Sala Primera, de lo Civil, núm. 889/2004, de 28 de septiembre de 2004 [versión electrónica – base de datos Aranzadi Instituciones. Ref. 2366/1998]. Fecha de última consulta: 30 de marzo de 2025.

³⁴ Sentencia del Tribunal Supremo, Sala Primera, de lo Civil, núm. 79/2012, de 1 de marzo de 2012 [versión electrónica – base de datos Aranzadi Instituciones. Ref. 434/2009]. Fecha de última consulta: 30 de marzo de 2025.

³⁵ Cfr. Moya Yoldi, J. y Pizarro Mayo, J., “Efectos de la prohibición de asistencia financiera sobre el negocio de adquisición asistido: comentario crítico a la Sentencia del Tribunal Supremo 541/2018, de 1 de octubre”, *Revista Aranzadi Doctrinal*, n. 3, 2019, pp. 1-5.

³⁶ Cfr. Carretero Pires, A., (2008), op. cit., p. 412

Dicho de otro modo: admitir la asistencia financiera sin límites podría favorecer a algunos accionistas o administradores frente a otros, podría generar desequilibrios y podría desvirtuar por tanto el fin último de las empresas. Defendiendo por el contrario la prohibición de la asistencia financiera, se está contribuyendo a proteger el patrimonio de las empresas y a garantizar el equilibrio en la toma de decisiones dentro de las sociedades de capital, evitando por ejemplo la adulteración del régimen de mayorías³⁷ en detrimento de la estabilidad y el buen funcionamiento de las compañías³⁸.

De no existir la prohibición, podríamos llegar incluso a encontrarnos con supuestos en lo que administradores desleales o altos directivos, sirviéndose de la asistencia financiera con ánimo fraudulento, manipularan temas tan sensibles como la propia cotización de las acciones obteniendo ventajas a título personal que en nada se compadecen con el fin último de la sociedad y que podrían resultar perjudiciales para otros accionistas. La prohibición se concibe, pues, como una herramienta para garantizar que los recursos de la empresa sean utilizados de acuerdo con su propósito social y no sean malgastados en operaciones que comprometan su estabilidad financiera³⁹.

3.2. Determinación de las conductas prohibidas

Llegados a este punto volvemos a plantear la pregunta que formulamos al inicio del epígrafe: ¿Cuáles son las conductas prohibidas y cuáles son los intereses jurídicos tutelados? O, en otras palabras: ¿cuáles serían los requisitos que habrían de cumplirse para que una operación encajara en el supuesto de asistencia financiera prohibida? Podemos resumirlos en tres⁴⁰: en primer lugar, debe existir una operación de financiación realizada por la sociedad a favor de un tercero, ya sea socio o no. En segundo lugar, debe darse una adquisición de acciones o participaciones de la sociedad por parte del tercero beneficiario de la asistencia. Por último, debe existir un vínculo causal claro entre la operación de asistencia financiera y la adquisición, en tanto que el propósito de la asistencia debe ser facilitar o favorecer dicha adquisición.

³⁷ Cfr. Blasco Gascó, F. de P., “Libertad contractual y restricción de los actos de asistencia financiera”, *Revista de Derecho Patrimonial*, n. 34, 2014, pp. 25-48. (versión electrónica base de datos Aranzadi Instituciones). Fecha de la última consulta: 21 de marzo de 2025.

³⁸ Cfr. Jiménez López, L. y Daza González, P., “La fusión apalancada como negocio que purga la prohibición de asistencia financiera”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n. 62, 2023, pp. 38-39.

³⁹ Cfr. Sanz Bayón, P. y Palomero Benazerraf, A., “Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas”, *Revista Doctrinal*, vol. 2, n. 3, 2013, pp. 69-104.

⁴⁰ Cfr. de Vivero De Porras, C., (2024), op. cit., p. 261

3.2.1. Tipología de conductas prohibidas

Comenzando con el primero de los requisitos apuntados, debe en todo caso existir una operación de financiación realizada por la sociedad a favor de un tercero, ya sea socio o no. Para concretar este requisito acudimos a los artículos 143.2 y 150.1 LSC. En dichos artículos el legislador menciona una triple tipología de conductas prohibidas: anticipar fondos, conceder préstamos y prestar garantías. Resulta de especial relevancia la mención a la cláusula de cierre que establece la prohibición general de facilitar cualquier tipo de asistencia financiera. En relación con esta cláusula, y como ya se ha señalado, su incorporación respondió a la necesidad del legislador británico de abarcar la amplia variedad de conductas que, por sus efectos y finalidad, debían quedar prohibidas bajo este marco normativo⁴¹.

No resulta baladí que, al referirse a un tercero, la ley no haga distinción en cuanto a si se trata de un socio o de un tercero ajeno a la sociedad. A este respecto, como ya se ha señalado en varias ocasiones, el fundamento de la prohibición de la asistencia financiera radica en la protección de los intereses de acreedores y socios. Se trata de preservar la integridad del capital social de la empresa y de evitar desequilibrios, y para ello, lo determinante no es quién sea el beneficiario de la financiación (un socio o un no socio), sino el hecho mismo de que se realice la operación, ya que cualquier transacción de este tipo podría poner en riesgo el capital social, un bien protegido por la ley⁴².

3.2.2. Adquisición de acciones o participaciones por un tercero

En relación con el segundo de los requisitos a los que hemos hecho referencia, debe existir una acción concreta, un comportamiento por parte del tercero beneficiario de la asistencia financiera consistente en la adquisición de acciones o participaciones de la sociedad. Este comportamiento debe ser además consecuencia directa de la asistencia financiera recibida, ya se produzca antes o después de recibir la asistencia. En este sentido, si el tercero no actuara realizando la adquisición, no estaríamos realmente ante un supuesto de asistencia financiera, por cuanto que la finalidad de dicha asistencia es precisamente facilitar la compra de las acciones o las participaciones. Así, la adquisición de las acciones o participaciones por parte del tercero es un elemento esencial que debe

⁴¹ Cfr. Bayona Giménez, R., (2000), op. cit., pp. 351-352.

⁴² Cfr. Quesada López, P. M., “Dictamen Jurídico sobre asistencia financiera”, 2016, p. 13.

necesariamente cumplirse para que la operación sea considerada dentro del marco de la prohibición de asistencia financiera⁴³.

3.2.3. *Finalidad de la asistencia financiera*

Por último, y refiriéndonos ahora al tercero de los requisitos señalados, debe existir un nexo causal. ¿Qué significado tiene esto? Recurrimos aquí a lo esgrimido por la doctrina cuando defiende que la asistencia financiera debe prestarse con la intención de que el tercero adquiera las acciones o participaciones de la sociedad. En este sentido, la redacción literal de la LSC no deja lugar a dudas al utilizar la expresión "para la adquisición". Por ello, es evidente que la asistencia financiera debe tener como fin directo y principal facilitar dicha adquisición. Este nexo causal entre la financiación y la adquisición debe resultar claro y evidente, ya que, si la asistencia se otorga sin dicho objetivo, no se consideraría que se cumple con la prohibición de asistencia financiera⁴⁴. Así, podría darse el caso de que, existiendo asistencia financiera, ésta no fuera un elemento esencial para la adquisición de las acciones o participaciones. En este caso no existiría el nexo causal al que nos estamos refiriendo. Resumiendo, si la asistencia financiera no existe o no es esencial, no podría afirmarse que se haya incurrido en la prohibición⁴⁵.

Abundando en dicho nexo causal, conviene mencionar que la doctrina ha enumerado dos condiciones que deben concurrir en todo caso para que concurra dicho nexo: que se trate de un motivo común, es decir que exista concurrencia de dicha intencionalidad por ambas partes, y que el motivo sea determinante en el sentido que de no haber existido el negocio de asistencia financiera no hubiera tenido lugar la adquisición de las acciones⁴⁶.

Conviene no obstante reseñar que este nexo causal está sometido como es lógico a ciertos límites temporales. Es decir, es necesario determinar hasta qué punto se puede presuponer que la asistencia financiera fue concedida con el objetivo de facilitar la adquisición de las acciones o participaciones. En este contexto, hay quienes defienden

⁴³ Cfr. De Vivero de Porras, C., (2024), op. cit., p. 261.

⁴⁴ Cfr. Jiménez López, L. y Daza González, P., (2023), op. cit., p. 40.

⁴⁵ Cfr. Bonmatí Collado, P. y de Benito Lobo, L., "Novedades en materia de asistencia financiera: STS 582/2023, de 20 de abril, y modalidades de asistencia financiera prohibidas", *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n. 62, 2023, pp. 113-114.

⁴⁶ Cfr. Blasco Gascó, F. de P., (2014), op. cit., pp. 25-48.

que, pasado un plazo de tres años desde la concesión de la asistencia, el posible nexo causal podría quedar difuminado, y, por lo tanto, la relación entre la financiación y la adquisición podría ser considerada como irrelevante. Esto sugiere que, a medida que va transcurriendo el tiempo, podría resultar más difícil demostrar que la asistencia financiera tuvo como finalidad facilitar la adquisición de las propias acciones de la sociedad⁴⁷.

4. EXCEPCIONES A LA PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA

Antes de iniciar el análisis referido a las tres excepciones a la prohibición de la asistencia financiera, conviene realizar dos puntualizaciones: En primer lugar, las dos primeras excepciones relativas a entidades de crédito y personal de la empresa ya fueron contempladas en la Companies Act de 1929. Respecto a la tercera relativa a las fusiones apalancadas, se trata de una figura cuya regulación es más compleja debido a los requisitos específicos que conllevan. Por lo tanto, dedicaremos un análisis más exhaustivo a este tipo de operaciones, dada su importancia y sus implicaciones jurídicas en el contexto actual.

Volviendo a las dos primeras excepciones, las podemos encontrar en el artículo 150 LSC, el cual establece que las Sociedades Anónimas no pueden prestar asistencia financiera, salvo en dos supuestos: (i) las operaciones destinadas a facilitar a los empleados de la empresa la adquisición de acciones de la propia sociedad o de participaciones en cualquier otra sociedad que forme parte del mismo grupo; y (ii) las operaciones realizadas por bancos y demás entidades de crédito, en el marco de sus actividades ordinarias propias de su objeto social, siempre que se sufraguen con cargo a bienes libres de la sociedad.

4.1. La excepción relativa a los bancos y entidades de crédito

Procedemos en primer lugar con el análisis de la segunda de las excepciones a las que se ha hecho referencia, en concreto, la relativa a los bancos y entidades de crédito. A este respecto, si analizamos en detalle el artículo 150 LSC, observamos que existen dos cuestiones a tener en consideración. En primer lugar, hablamos de operaciones que deben formar parte de la actividad ordinaria de la entidad, o lo que es lo mismo, deben ser

⁴⁷ Cfr. Valverde González-Morejón, A., “La asistencia financiera en operaciones de refinanciación y reestructuración de deuda”, *Diario La Ley*, 2015, p. 16.

operaciones propias de su objeto social. En segundo lugar, hablamos de operaciones que deben sufragarse con cargo a bienes libres de la sociedad.

4.1.1. Delimitación conceptual de la excepción

Pero antes de profundizar más en la excepción y de cara a entender claramente de qué estamos hablando, es conveniente aclarar algunos términos: En primer lugar, conviene definir qué se debe entender exactamente por "bancos". Y, por idéntica razón, que debe entenderse cuando se hace referencia a "entidades de crédito". Finalmente, es también necesario aclarar a que se refiere la legislación cuando habla de "operaciones realizadas en el marco de las actividades ordinarias propias de su objeto social".

En relación con los bancos, de cara a enmarcar el concepto podemos servirnos de la clara y concisa definición proporcionada por el Fondo Monetario Internacional que al hablar del término "banco" se refiere a aquellas instituciones financieras que tienen por función principal conectar a los ahorradores con los prestatarios, contribuyendo de esta forma al adecuado funcionamiento de la economía⁴⁸.

Tarea más compleja es delimitar el concepto de "entidad de crédito", y para ello nos apoyaremos en el Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio⁴⁹, que las define como aquellas empresas que tienen como actividad típica y habitual recibir fondos del público en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras análogas que lleven aparejada la obligación de su restitución, aplicándolos por cuenta propia a la concesión de créditos u operaciones de análoga naturaleza. Como vemos, estamos ante un término más amplio y complejo que incluye tanto a los bancos como a otras instituciones financieras que se dedican de manera principal a la concesión de créditos y a la realización de operaciones crediticias.

Una vez aclarado el concepto de "Banco" y "Entidades de crédito" entramos de lleno en el análisis de la tercera de las cuestiones que justifica la excepción: ¿Qué debe entenderse bajo la terminología "operaciones realizadas en el marco de las actividades ordinarias propias de su objeto social"? Para responder a esta cuestión acudimos a lo que

⁴⁸ Cfr. Gobat, J., "What Is a Bank?", *Finance & Development*, 2012, p. 38.

⁴⁹ Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, por el que se adaptan las normas legales en materia de establecimientos de crédito al ordenamiento jurídico de la Comunidad Económica Europea. (BOE 30 de junio de 1986). Disposición derogada.

señala el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas. Según esta entidad debemos entender por operaciones ordinarias aquellas que una entidad realiza de manera regular y habitual, y que son fundamentales para su funcionamiento diario. Es decir, operaciones que le permiten obtener ingresos de carácter periódico y recurrentes derivados de su actividad principal. Así, las operaciones ordinarias son aquellas que constituyen la actividad normal y recurrente de la entidad, tales como la concesión de créditos, la gestión de depósitos o la prestación de otros servicios financieros, en el caso de los bancos y entidades de crédito⁵⁰.

4.1.2. Requisitos de la excepción

Volviendo al artículo 150 LSC y al segundo de los matices apuntados, para que la excepción opere es necesario que la operación se sufrague con cargo a bienes libres de la sociedad. En este sentido, se establece la obligación de constituir una reserva con cargo a bien libres por importe idéntico al del préstamo. ¿Qué se busca con esto? Lo que se busca fundamentalmente es contrarrestar el riesgo que entraña este tipo de operación evitando que un importe idéntico al del valor del préstamo pueda ser utilizado para otra finalidad, sirviendo todo ello como garantía para los acreedores⁵¹.

4.1.3. Justificación económica y jurídica de la excepción

Una vez definido tanto el ámbito objetivo como el ámbito subjetivo de la prohibición, resulta esencial atender al fundamento de la misma. En este sentido, se refieren los autores a la necesidad de evitar trabar innecesariamente la actividad desarrollada por este tipo de entidades⁵², así como al hecho de que someter a este tipo de entidades a la prohibición general podría generar graves restricciones en relación con su capacidad para cumplir con su objeto social⁵³, entorpeciendo de manera desmesurada su normal funcionamiento⁵⁴.

Es más, mantener dicha prohibición general podría llevar a situaciones contradictorias e incluso absurdas. Pensemos por ejemplo en la imposibilidad de que una

⁵⁰ Es la definición que nos proporciona en el Boletín Oficial del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (BOICAC N° 137/2024 Consulta 4).

⁵¹ Cfr. Carrasco Perera, Á., Erlaiz Cotelo, I. y Rentería Tazo, A., “La adquisición con asistencia financiera”, en Álvarez Arjona, J. M^a (dir.), y Carrasco Perera, Á. (dir.), *Adquisiciones de Empresas*, Thomson Reuters Aranzadi, 2019, pp. 627-658.

⁵² Cfr. Sanz Bayón, P. y Palomero Benazerraf, A., (2013), op. cit., pp. 69-104.

⁵³ Cfr. Bayona Giménez, R., (2000), op. cit., pp. 531-532.

⁵⁴ Cfr. Quesada López, P. M., (2016), op. cit., pp. 23-24.

entidad de crédito pudiera financiar a terceros para que estos a su vez invirtieran en un negocio que la propia entidad hubiera generado u originado. Podrían llegar incluso a darse escenarios tan absurdos como el de un aumento de capital de una entidad de crédito mediante la emisión de nuevas acciones que, en lugar de beneficiar a la propia entidad emisora, favoreciera a sus competidores directos. Un fenómeno como el que acabo de exponer podría provocar la paradoja de que todas las entidades, excepto la que realiza el aumento de capital, pudieran anticipar fondos, otorgar préstamos, ofrecer garantías o proporcionar cualquier tipo de apoyo financiero para la adquisición de acciones de la entidad que lleva a cabo el aumento⁵⁵.

No olvidemos además que este tipo de operaciones a las nos estamos refiriendo, las de ampliación de capital, son operaciones que suelen implicar un montante económico muy significativo, y esto viene a corroborar el impacto negativo que sufrirían las entidades de crédito si no pudieran participar en sus propias ampliaciones de capital mediante la concesión de asistencia financiera. Abundan los ejemplos al respecto. Por ejemplo, podemos referirnos a las concluidas por Santander en 2017 por importe de 7.072 millones de euros⁵⁶ o por CaixaBank en enero de 2025 por importe de 1000 millones de euros⁵⁷. Ambos ejemplos permiten ilustrar el tamaño y la importancia de las operaciones financieras de las que nos estamos ocupando, demostrando de forma fehaciente el potencial perjuicio que podrían sufrir las entidades de crédito de no poder intervenir en tales procesos.

Además, frente a quienes alegan que dichas operaciones entrañan riesgos al implicar un trato de favor hacia este tipo de entidades, sostienen los autores que en ningún caso se está proporcionando a dichas entidades un privilegio injustificado o discriminatorio, por cuanto que se trata en esencia de operaciones que garantizan el

⁵⁵ Cfr. Bayona Giménez, R., (2000), op. cit., págs. 532-533.

⁵⁶ En el año 2017, Santander lanzó una ampliación de capital por valor de 7.072 millones de euros para financiar la adquisición de Banco popular, (disponible en <https://www.santander.com/content/dam/santander-com/es/contenido-paginas/accionistas-e-inversores/informaci%C3%B3n-general/ampliaci%C3%B3n-capital/titulares-de-acciones-residentes-en-espa%C3%B1a/do-do-Santander%20lanza%20la%20ampliaci%C3%B3n%20de%207.072%20millones%20de%20euros%20para%20respaldar-es.pdf>).

⁵⁷ CaixaBank anunció en enero del año 2025 una emisión de participaciones preferentes, eventualmente convertibles en acciones, por un valor de 1.000 millones de euros, (disponible en <https://cincodias.elpais.com/companias/2025-01-16/caixabank-lanza-una-emision-de-participaciones-convertibles-por-1000-millones.html>).

normal desarrollo de este tipo de instituciones, no debiendo por ello ser interferidas ni obstaculizadas⁵⁸.

Por si fuera poco, añaden estos autores que la prohibición de la asistencia financiera a estas entidades no es necesaria desde el momento en que operan en un sector ya de por sí fuertemente regulado y sujeto a un riguroso escrutinio, control y supervisión de órganos como la CNMV o el Banco de España. Gracias a estos mecanismos de control, los bancos ya operan bajo una estructura de vigilancia que asegura el cumplimiento de las normativas y previene riesgos sistémicos, lo que hace innecesaria una prohibición adicional sobre la asistencia financiera⁵⁹.

No obstante, a todo lo anterior, es importante destacar que también son varios los autores que señalan que dicha excepción podría haber resultado de utilidad en el origen de la asistencia financiera, cuando la prohibición no exigía la concurrencia de un nexo causal para que la operación quedara prohibida. En un primer momento, cuando la redacción literal del artículo prohibía las operaciones de financiación realizadas por la sociedad con el propósito o en conexión con la adquisición de sus propias acciones, no era posible que las entidades pudieran controlar de manera alguna con qué finalidad iban a ser utilizados los medios patrimoniales recibidos por el tercero. Argumentan estos autores que, con la reforma de la Companies Act del año 1981⁶⁰, que introdujo el principio de finalidad, pierde sentido la excepción, en cuanto que en su opinión no existe motivo para conceder un privilegio a las entidades de crédito frente a otro tipo de Sociedades Anónimas⁶¹.

Además, señalan estos autores críticos que calificar cualquier tipo de operación de asistencia financiera como operación ordinaria de la sociedad es absurdo por implicar una “contraditio in terminis”, por cuanto que, por su propia naturaleza, las operaciones de asistencia financiera son operaciones con carácter extraordinario⁶². Por ello, concluyen

⁵⁸ Cfr. Sanz Bayón, P. y Palomero Benazerraf, A., (2013), op. cit., pp. 69-104.

⁵⁹ Cfr. De Vivero de Porras, C., (2024), op. cit., p. 265.

⁶⁰ Companies Act, 1981.

⁶¹ Cfr. Bongiorno, S. A., “La prohibición de asistencia financiera en las sociedades anónimas”, 2014, pp. 37-38.

⁶² Cfr. Vaquerizo Alonso, A., “Aplicación de la disciplina: Alcance práctico y efectos sancionatorios”, en Alonso Olea, M. (ed.), Díez-Picazo, L. (ed.), García de Enterría, E. (ed.), González Pérez, J. (ed.), Menéndez, A. (ed.), y Rodríguez Mourullo, G. (ed.), *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Civitas, 2003. (versión electrónica base de datos Legalteca). Fecha de la última consulta: 21 de marzo de 2025.

los autores afirmando que, desde el momento en el que la excepción pierde la causa que le daba fundamento, lo único que se consigue permitiendo este tipo de operaciones es ofrecer a estas entidades un trato completamente injustificado de favor⁶³.

En mi opinión, considero plenamente justificada la excepción. Frente a aquellos autores críticos que rechazan su necesidad, creo importante apuntar que nos encontramos ante entidades cuyo objeto social consiste precisamente en la concesión de financiación a terceros. Sostener que toda operación de asistencia financiera, por el mero hecho de serlo deba tener carácter extraordinario, implica ignorar la lógica operativa detrás del sector financiero y poner trabas innecesarias e injustas a este tipo de entidades.

De hecho, resulta determinante lo expuesto por Bayona Giménez al señalar que una operación de ampliación de capital podría no solo llegar a ser perjudicial para una sociedad, sino además beneficiosa para sus competidores directos. Lo anterior carece del más absoluto sentido no solo desde un punto de vista jurídico, sino también si nos atenemos a los principios configuradores de la libertad de empresa y la eficiencia económica.

Finalmente, el pretendido rechazo de dichas operaciones por entrañar un riesgo potencial para los intereses de acreedores y accionistas no tiene fundamento lógico en el contexto actual. No olvidemos que estas entidades se encuentran ya sometidas a un control exhaustivo por parte de autoridades de control tales como el Banco de España, la CNMV o el Banco Central Europeo, instituciones todas que ya de por sí permiten garantizar la estabilidad del sistema financiero. Por todo ello, creo firmemente que lejos de suponer un privilegio injustificado, la excepción se configura como una herramienta imprescindible para asegurar que estas entidades cumplan con su objeto social a la par que quedan totalmente protegidos los intereses de acreedores y accionistas.

4.2. La excepción relativa al personal de la Sociedad

Y tras las entidades de crédito, pasamos a analizar la segunda de las excepciones a que se refiere el artículo 150 de la Ley de Sociedades de Capital (LSC). Hablamos ahora

⁶³ Cfr. Paz-Ares, C. y Perdices Huetos, A. B., “De los negocios sobre las propias acciones” en Uría, R. (dir.), Menéndez, A. (dir.), y Olivencia, M. (dir.), *Comentario al Régimen Legal de las Sociedades Mercantiles*, Thomson Reuters Civitas, 2003. (versión electrónica base de datos Legalteca). Fecha de la última consulta: 21 de marzo de 2025.

del personal de la empresa. A este respecto, lo que señala el artículo es que la excepción se extiende a aquellas operaciones destinadas a facilitar a los empleados de la sociedad la adquisición de acciones de la propia sociedad o de participaciones en cualquier otra sociedad que forme parte del mismo grupo.

4.2.1. Justificación económica y jurídica de la excepción

Lo primero que tenemos que plantearnos es qué se pretende con ello, o lo que es lo mismo, cuál es la motivación que justifica promover la participación de los trabajadores de una sociedad en su capital. Todos sabemos que vivimos en un mundo tan competitivo, que cada vez resulta más difícil la captación y retención del talento cualificado. Las empresas se enfrentan a menudo con dificultades para cubrir ciertas posiciones que requieren de alta cualificación. Mediante el establecimiento de prácticas que fomentan la participación de estos empleados en el capital social, las empresas consiguen que sea más atractivo trabajar en las mismas. En este sentido aparecen sistemas retributivos complejos que contribuyen a ello. Esto es una ya una realidad que se evidencia por el hecho de que: “las estructuras retributivas clásicas han dado paso a sistemas de compensación flexibles que vinculan patrimonialmente al trabajador con la compañía, bien mediante una participación en los beneficios, bien a través de mecanismos de integración de los trabajadores en el capital social”⁶⁴.

Incluso yendo a más, ya no solo hablamos del interés de las empresas en lograr un mayor sentimiento de pertenencia por parte de sus empleados y con ello un mejor desempeño laboral. Podemos decir también que, a nivel macro, existe igualmente un interés de la sociedad en general de fomentar la participación del personal de las empresas en el capital de las mismas. ¿Por qué? Porque así se consigue reducir las desigualdades económicas y sociales, asegurando un modelo social más justo en el que los empleados obtienen también un beneficio de la prosperidad empresarial.

Precisamente en este sentido aparece la Constitución española⁶⁵, al establecer en su artículo 129.2: “Los poderes públicos promoverán eficazmente las diversas formas de participación en la empresa y fomentarán, mediante una legislación adecuada, las sociedades cooperativas. También establecerán los medios que faciliten el acceso de los

⁶⁴ Nieto Rojas, P., “La participación económica de los trabajadores en la sociedad post-industrial”, *La participación financiera de los trabajadores en la empresa*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2011, pp. 19-48.

⁶⁵ Constitución Española.

trabajadores a la propiedad de los medios de producción”. En resumen, tal y cómo sostienen ciertos autores, estamos ante una norma que tiene como unas de sus finalidades principales que el factor trabajo de la empresa pueda tener acceso y participar en el factor capital⁶⁶.

Creo por tanto que queda claro que esta excepción que estamos analizando está plenamente justificada por razones socioeconómicas. Así, lo que se busca es el fomento de una cultura empresarial participativa en la que puedan alinearse los intereses de los empresarios y los empleados o, dicho de otra manera, que estos últimos no sean simples trabajadores por cuenta ajena, sino copartícipes directos en los beneficios económicos de la empresa. A mi juicio se trata de un enfoque que, sin duda, contribuye a la redistribución de la riqueza y a una sociedad más justa en la que los trabajadores de las empresas disfrutan del beneficio que ellos mismos ayudan a generar.

Esta práctica, además, ha sido plenamente aceptada por la Jurisprudencia. Sirvan de ejemplo, las SSTs de 29 de Mayo y de 2 de Noviembre de 1991 donde fueron considerados como válidos y lícitos los préstamos concedidos a empleados de Banesto para la adquisición de las acciones del Banco, o lo que es lo mismo, semejante práctica no fue considerada asistencia financiera prohibida ni inducción dolosa por parte del Banco⁶⁷.

4.2.2. Delimitación del alcance de la excepción

Una vez realizado un análisis del fundamento de la práctica amparada por la excepción, y con el fin de delimitar el alcance de la misma, comenzaremos intentando delimitar qué debe entenderse por personal de la empresa, dejando por sentado que, una vez más, nos encontramos ante un concepto jurídico un tanto indeterminado.

No obstante, antes conviene señalar que, según algunos autores, las prácticas que escapan a la prohibición son aquellas en las que el beneficiario de la asistencia financiera no es en un único trabajador o un grupo concreto de trabajadores. Para escapar de la prohibición es necesario que la medida se dirija a una colectividad de trabajadores. Así, afirman que es necesario que se trate de un negocio de auxilio financiero que se integre

⁶⁶ Cfr. Paz-Ares, C. y Perdices Huetos, A. B., (2003), op. cit. (versión electrónica base de datos Legalteca). Fecha de la última consulta: 21 de marzo de 2025.

⁶⁷ Cfr. Carretero Pires, A., (2008), op. cit., p. 418.

en el marco general de la planificación de la política retributiva o salarial de la empresa, obedeciendo, por tanto, a una decisión de gestión⁶⁸.

Hay también quien opina que no es necesario que la adquisición deba dirigirse a todos los trabajadores de la sociedad, pudiendo quedar bajo la discrecionalidad de los administradores decidir a quién se dirige dicha asistencia. A este respecto, los autores que defienden esta tesis alegan que la falta de necesidad de dirigir la operación a los trabajadores como bloque se fundamenta en el hecho de que son las propias normas de derecho corporativo las que se encargan de velar por un trato equitativo y conforme al interés social⁶⁹.

Y ahora sí, pasamos a delimitar qué debe entenderse por personal de la empresa. En primer lugar, diremos que, bajo la expresión “personal de la empresa”, deberían incluirse todas las personas que, mediante una relación laboral contractual, se encuentren vinculadas con la sociedad, incluyendo al personal de alta dirección⁷⁰. En este sentido hay autores que se remiten al artículo 1.1 ET⁷¹, señalando que debemos entender por personal de la empresa a aquel sometido a un régimen de dependencia laboral o vinculado por un contrato laboral de Alta Dirección, entendiéndose que es al Derecho Laboral a quien compete definir quién debe entrar dentro del ámbito objetivo de la excepción y ser por tanto beneficiario potencial de estas operaciones de asistencia financiera realizadas al amparo de lo establecido por la LSC⁷².

Pero aquí surge una primera duda: ¿Hablamos exclusivamente de trabajadores y personal de alta dirección, o también están incluidos en el concepto los administradores y los consejeros de la sociedad?

Para contestar a esta pregunta recurrimos a la doctrina que señala que no deben existir dudas acerca de que la expresión “personal de la sociedad” incluye a todos los

⁶⁸ Cfr. Vaquerizo Alonso, A., (2003) op. cit. (versión electrónica base de datos Legalteca). Fecha de la última consulta: 21 de marzo de 2025.

⁶⁹ Cfr. Carrasco Perera, Á., Erlaiz Coteló, I. y Rentería Tazo, A., (2019), op. cit., pp. 627-658

⁷⁰ Cfr. Alfaro Águila-Real, J., "Lecciones: Asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones propias", *Almacén de Derecho*, 2017, (disponible en <https://almacenederecho.org/lecciones-asistencia-financiera-la-adquisicion-acciones-participaciones-proprias>; última consulta 20/03/2025).

⁷¹ Real Decreto Legislativo 2/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores. (BOE 24 de octubre de 2015).

⁷² Cfr. Fernández de la Gándara, L., “Transmisión, derechos y negocios sobre las acciones”, *Derecho de Sociedades*, Tirant lo blanch, Valencia, 2010, pp. 538-541.

sujetos que se encuentran vinculados con la misma mediante la relación laboral por cuenta ajena y de forma dependiente tal como aparece enunciada en el artículo 1.1 ET. En esta línea son muchos los autores que señalan que el termino personal engloba también a quienes desempeñan labores de alta dirección, en tanto que, a pesar de tener un régimen especial en virtud del artículo 2.1 a) del ET, siguen siendo considerados asalariados bajo su propio régimen especial⁷³. Concluyen estos autores que estos sujetos deben ser además considerados como personal de la sociedad a los efectos de la excepción, por concurrir en su persona los presupuestos caracterizadores de toda relación laboral: ajenidad, dependencia y voluntariedad⁷⁴.

Donde sí existen discrepancias es en el caso de los administradores de la sociedad. ¿Han de ser los administradores de una sociedad considerados como personal a efectos contemplados por la excepción?

Menor dificultad tiene el supuesto de aquellos administradores que compatibilizan funciones propias de su cargo junto con funciones propias del régimen laboral común. En este caso la opinión mayoritaria se alinea con el pronunciamiento de la STS, 18 de junio de 1991⁷⁵ al establecer que: “sólo en los casos de realización de trabajos en régimen de dependencia no calificables como alta dirección, sino como relación de trabajo común, cabe admitir el desarrollo simultáneo de cargos de administración de la sociedad y de una relación de carácter laboral”.

Esta ha sido también la opinión defendida por quienes sostienen que, en caso de que el administrador desempeñe, además de las actividades inherentes a su cargo, otras propias de trabajadores de la sociedad por ser el administrador también trabajador de la sociedad, no existe razón alguna para no ser considerados personal a efectos de la excepción. Las razones que alegan estos autores son que si el legislador los hubiera querido excluir del concepto de “personal” lo hubiera hecho expresamente, y que además ya existen normas de conflictos de intereses y responsabilidad de los administradores que

⁷³ Cfr. Vaquerizo Alonso, A., (2003) op. cit. (versión electrónica base de datos Legalteca). Fecha de la última consulta: 21 de marzo de 2025.

⁷⁴ Cfr. Bayona Giménez, R., (2000), op. cit., pp. 499-500.

⁷⁵ Sentencia del Tribunal Supremo, Sala Cuarta, de lo Social, de 18 de junio de 1991, F.J. 3º [versión electrónica – base de datos Aranzadi Instituciones. Rec. 1080/1990]. Fecha de última consulta: 30 de marzo de 2025.

previenen los abusos que pretende evitar el precepto legal. Es decir, defienden que en estos casos los administradores deben quedar incluidos por la excepción⁷⁶.

A esta opinión se suman otros autores que sostienen que, en el caso que un administrador desempeñe, además de las actividades inherentes a su cargo, otras propias del régimen laboral común, no podrá negarse en ningún caso la compatibilidad entre su condición laboral y mercantil, pudiendo por tanto el administrador ser objeto de la excepción⁷⁷. En la misma línea, añade la doctrina que es compatible el cargo de administrador con el régimen laboral común siempre y cuando se respete el requisito de dependencia, reafirmando nuevamente en esta posibilidad de considerar a los administradores desempeñando labores propias del régimen laboral común como trabajadores⁷⁸.

Por otra parte, conviene apuntar en relación con la consideración como “personal” de los administradores que desempeñan labores de alta dirección, que un punto clave fue la reforma de la LSC en relación con la teoría del vínculo. Esta teoría tenía como objetivo principal resolver la duda de si era compatible la relación de aquellos administradores con funciones ejecutivas con una relación laboral especial de alta dirección.

En este sentido, hemos de diferenciar entre dos corrientes que sostienen ideas contrarias. Por un lado, tenemos los defensores de la teoría dualista que defienden que el hecho de que un consejero tenga funciones ejecutivas no impide en ningún caso que pueda tener un doble vínculo con la sociedad, en concreto, uno de naturaleza mercantil como consecuencia de su condición de consejero y otro de naturaleza laboral por su condición de trabajador asalariado por el contrato de alta dirección. Frente a esta tesis, se sitúan los defensores de la tesis monista o del único vínculo, en virtud de la cual la relación del consejero con funciones ejecutivas en la sociedad se rige por un único vínculo de

⁷⁶ Cfr. Carrasco Perera, Á., Erlaiz Cotelo, I. y Rentería Tazo, A., (2019), op. cit., pp. 627-658

⁷⁷ Cfr. Paz-Ares, C. y Perdices Huetos, A. B., (2003), op. cit. (versión electrónica base de datos Legalteca). Fecha de la última consulta: 21 de marzo de 2025.

⁷⁸ Cfr. Ramos Moragues, F., “El contrato de trabajo del personal de alta dirección: peculiaridades extintivas”, *Actualidad Jurídica Iberoamericana*, n. 14, 2021, p. 979.

naturaleza mercantil, por cuanto que "los administradores sociales, en su condición de tales, tienen facultades deliberativas, representativas y ejecutivas"⁷⁹.

En un primer momento, la posición de los tribunales fue tendente a aceptar la compatibilidad entre ambos vínculos. En este sentido, había autores que se pronunciaban a favor de que nos encontráramos ante sujetos que se hallan en una posición híbrida a la que no cabría negar la condición de beneficiario de la excepción de asistencia financiera siempre y cuando tuvieran competencias atribuidas que fueran idénticas o muy similares a las que desempeña un alto cargo de la sociedad⁸⁰.

No obstante, todo cambia con la aparición de la teoría del vínculo. Como hito que marcó la aparición de dicha teoría, cabe referirnos a la STS de 29 de noviembre de 1988 (caso Huarte I), que se muestra favorable a rechazar la compatibilidad anteriormente mencionada, y todo ello en base a la premisa de que el vínculo mercantil absorbe al vínculo laboral. Así la citada sentencia concluyó afirmando que: "el fundamento de la exclusión del ámbito laboral no está en la clase de funciones que realiza el sujeto, sino en la naturaleza del vínculo en virtud del cual las realiza"⁸¹. En consonancia con dicha sentencia, aparecen pronunciamientos que se muestran favorables a negar la condición de personal de los administradores que desempeñaban a su vez funciones de alta dirección.

En este punto, nos referimos ahora a la reforma de 2014 de la LSC que a ojos de diversos autores supone un adiós a la teoría del vínculo⁸². Defienden estos autores que, tras la reforma de la LSC, resulta necesario revisar la interpretación de la teoría del vínculo por cuanto que la definición más acertada que puede darse de un consejero delegado es la de un contrato de alta dirección en el que concurre tanto la condición de la ajenidad como la de la dependencia⁸³. No obstante, en relación con esto último, existen autores que señalan que la concurrencia de las notas de ajenidad y dependencia son notas

⁷⁹ Sentencia del Juzgado de lo Mercantil, nº 13 de Madrid, núm. 3/2025, de 21 de enero de 2025, F.J. 4º [versión electrónica base de datos CENDOJ. ROJ: AJM M 3/2025]. Fecha de última consulta: 30 de marzo de 2025.

⁸⁰ Cfr. Bayona Giménez, R., (2000), op. cit., p. 504.

⁸¹ Cfr. Álvarez Royo-Villanova, S., "25 años de dogma: el fin de la doctrina del vínculo", *La Ley Mercantil*, n.122, 2025, p. 1.

⁸² Cfr. Alfaro Águila-Real, J., "Adiós a la teoría del vínculo", *Almacén de Derecho*, 2015, (disponible en <https://almacenederecho.org/adios-a-la-teoria-del-vinculo>; última consulta 20/03/2025).

⁸³ Cfr. Alfaro Águila-Real, J., "Lecciones: Asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones propias", *Almacén de Derecho*, 2017, (disponible en <https://almacenederecho.org/lecciones-asistencia-financiera-la-adquisicion-acciones-participacionees-propias>; última consulta 20/03/2025).

esenciales para que se pueda afirmar la existencia de una relación laboral, pero que, sin embargo, no son condiciones suficientes que permitan por sí solas afirmar la existencia de dicha relación⁸⁴.

Pero a pesar de aquellos autores que sostienen el adiós a la teoría del vínculo, podemos concluir a este respecto que, a tenor de los pronunciamientos de los distintos tribunales, se puede afirmar que tras más de 30 años desde su adopción la teoría del vínculo continúa estando muy presente⁸⁵. En este sentido han sido numerosos los pronunciamientos doctrinales que se han aventurado a defender la visión unitaria en virtud de la cual no resulta posible que un consejero mantenga simultáneamente un doble vínculo, reafirmando en la teoría del vínculo y en absorción del vínculo laboral por el mercantil. En este sentido, existen autores que afirman que debido a lo arraigada que se encuentra la teoría del vínculo entre los Tribunales, no parece probable que la modificación de la LSC del año 2014 vaya a generar un giro dramático en relación con la misma. Señalan por ello que resulta prudente “formalizar la relación de los consejeros ejecutivos a través de contratos mercantiles de prestación de servicios y no mediante contratos de alta dirección”⁸⁶.

No obstante, frente a lo anterior, señalan otros autores que las SSTS de 27 de junio⁸⁷ y 2 de noviembre de 2023⁸⁸ parecen certificar el entierro de tan nefasta teoría. A este respecto, añade además la STJUE de 5 de mayo 2022 que⁸⁹: “no cabe negar a un trabajador los derechos o protecciones que la normativa comunitaria concede a los trabajadores, por el mero hecho de formar parte del órgano de administración ni, consiguientemente, tampoco cabe negar a la empresa que lo contrata, los derechos y protecciones que la normativa concede a un empleador”⁹⁰.

⁸⁴ Cfr. Marín, G., “Los Consejeros Ejecutivos en el Derecho Tributario: Efectos fiscales de la doctrina del vínculo”, 2014, p. 41.

⁸⁵ Cfr. López Bedmar, R. J., “La teoría del vínculo en la relación laboral especial de alta dirección: implicaciones jurídicas y doctrinales”, *Revista Crítica de Relaciones de Trabajo*, n. 13, 2024, pp. 186-189.

⁸⁶ Barros García, M., “¿Continúa vigente la doctrina del vínculo tras la modificación de la Ley de Sociedades de Capital?”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n. 41, 2015, p. 41.

⁸⁷ Sentencia del Tribunal Supremo, Sala Tercera, de lo Contencioso-Administrativo, núm. 875/2023, de 27 de junio de 2023, [versión electrónica base de datos CENDOJ. ROJ: STS 3071/2023]. Fecha de última consulta: 30 de marzo de 2025.

⁸⁸ Sentencia del Tribunal Supremo, Sala Tercera, de lo Contencioso-Administrativo, núm. 1378/2023, de 2 de noviembre de 2023, [versión electrónica base de datos CENDOJ. ROJ: STS 4594/2023]. Fecha de última consulta: 30 de marzo de 2025.

⁸⁹ Sentencia del TJUE, Sala Séptima, asunto C-101/21, de 5 de mayo de 2022. [versión electrónica base de datos Curia. ECLI:EU:C:2022:356]. Fecha de última consulta: 30 de marzo de 2025.

⁹⁰ Cfr. Álvarez Royo-Villanova, S., (2025), op. cit., p. 5.

En mi opinión, debemos posicionarnos con la posición de las SSTJUE Danosa⁹¹ y Balkaya⁹², y las recientes SSTS de 27 de junio y 2 de diciembre de 2023 que desacreditan la teoría del vínculo. En este sentido voy más allá de la posición defendida por Paz-Ares: “no es posible sostener que la función ejecutiva forma parte del cometido inherente al cargo de consejero”⁹³, o por Alfaro: “en el caso del consejo de administración, lo típico es que los administradores no sean administradores ejecutivos”⁹⁴, y me alineo directamente por la sostenido por Álvarez Royo-Villanova, cuando afirma que “no es cierto que los miembros del consejo tengan por el hecho de serlo funciones ejecutivas, ni que sea indistinguible la función de administrador de la efectiva gestión y dirección de una empresa”⁹⁵. Por ello y en mi opinión, lo que resulta fundamental de cara a poder afirmar que existe vínculo laboral del administrador único, conjunto o mancomunado o del consejero es que concurren las notas de dependencia y ajenidad.

4.3. La excepción relativa a las fusiones apalancadas

4.3.1. Las LBOs como antecedente necesario de las fusiones apalancadas

Aunque ya nos hemos referido brevemente a ellas en la introducción de este trabajo, pasamos ahora a analizar en profundidad el supuesto particular de las fusiones apalancadas. Y para ello nos parece oportuno comenzar delimitando el concepto: ¿qué se entiende por fusiones apalancadas? Para entenderlo vamos a explicar antes el concepto de compras apalancadas o *leveraged buyouts (LBOs)*. Como ya referimos al tratar del origen de la prohibición de la asistencia financiera, un *leveraged buyout* es aquella operación en la que una sociedad se endeuda con la finalidad de adquirir el control sobre otra. Estamos por tanto ante una tipología de operaciones caracterizadas por un alto nivel

⁹¹ Sentencia del TJUE, Sala Segunda, asunto C-232/09, de 11 de noviembre de 2010. [versión electrónica base de datos Curia. ECLI:EU:C:2010:674]. Fecha de última consulta: 30 de marzo de 2025.

⁹² Sentencia del TJUE, Sala Primera, asunto C-229/14, de 9 de julio de 2015. [versión electrónica base de datos Curia. ECLI:EU:C:2015:455]. Fecha de última consulta: 30 de marzo de 2025.

⁹³ Paz-Ares, C., “El enigma de la retribución de los consejeros ejecutivos”, InDret, *Revista para el análisis del Derecho*, n. 1, 2008, pp. 22-25.

⁹⁴ Alfaro Águila-Real, J., “Adiós a la teoría del vínculo”, *Almacén de Derecho*, 2015, (disponible en <https://almacenederecho.org/adios-a-la-teoria-del-vinculo>; última consulta 20/03/2025).

⁹⁵ Álvarez Royo-Villanova, S., (2025), op. cit., pp. 6-7.

de endeudamiento que tienen por finalidad facilitar el proceso de adquisición de una sociedad al eliminar o reducir la necesidad de utilizar recursos propios.

Antes de seguir avanzando creemos oportuno señalar un matiz en referencia a qué entendemos cuando hablamos del control en una sociedad. Para ello debemos distinguir entre la propiedad del capital social y la titularidad de los derechos de voto. A este respecto, el control de una sociedad no se materializa necesariamente por la posesión de al menos el 50% del capital social, sino que es la capacidad de ejercer la mayoría de los derechos de voto dentro de la compañía lo que determina dicho control. Dicho con otras palabras: la facultad para nombrar a la mayor parte de los miembros del órgano de administración⁹⁶. Y es que un accionista o grupo de accionistas puede controlar una empresa si posee más del 50% de los derechos de voto, aunque su participación en el capital social sea inferior a dicho porcentaje⁹⁷.

De cara a la posible adquisición de una sociedad, el adquirente se puede plantear dos estrategias de inversión diferentes en función del origen del capital que vaya a utilizar para financiar la operación. De este modo, tendríamos por un lado adquisiciones con recursos propios y, por otro lado, adquisiciones financiadas mediante apalancamiento. Vemos pues que, siendo el objetivo el mismo, el camino para lograrlo es diferente, tanto por el origen del capital empleado (propio o ajeno), como por las obligaciones que se derivan de la operación.

En nuestro estudio, nos centraremos en el segundo de los supuestos: las operaciones de adquisición que implican apoyarse en el apalancamiento como forma de financiarlas. Estamos hablando pues de las adquisiciones apalancadas o LBOs. Este tipo de operaciones, en nuestro país, suelen estructurarse con las siguientes horquillas: Entre un 20% y un 40% del total de la inversión se realiza utilizando recursos propios de la sociedad; entre un 30% y un 70% se financia a través de deuda bancaria preferente y, finalmente, entre un 10% y un 30% del restante se financia a través de deuda subordinada.

⁹⁶ Cfr. Álvarez Royo-Villanova, S., (2010), op. cit. pp. 138-139

⁹⁷ Cfr. Garrido de Palma, V. M., “Fusión”, en Aranguren Urriza, F. J. (coord.), *Las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Tirant lo Blanch, 2013. (versión electrónica base de datos Tirant online). Fecha de la última consulta: 21 de marzo de 2025.

Es decir, para considerar una adquisición como apalancada no es imprescindible que el 100% del capital utilizado para financiar la operación provenga de recursos ajenos⁹⁸.

Hemos de decir que estamos ante un tipo de operaciones muy habituales dentro de nuestra actividad empresarial y económica. Tan habituales, que existe todo un sector financiero muy dinámico al respecto. Es lo que se conoce como Fondos de Capital Riesgo o Private Equity, que no son sino entidades cuya actividad consiste en la inversión de capital en sociedades no cotizadas, ya sean empresas en etapas tempranas de crecimiento, incluso en fase semilla, ya sean grandes empresas e industrias a nivel global. Y todo ello con el propósito de mejorar su rendimiento en un plazo de tiempo determinado, hacerlas más rentables y, posteriormente, venderlas con unas plusvalías y un retorno significativo sobre la inversión.

Cuando afirmamos que estamos ante un sector financiero muy dinámico en el que las operaciones que se realizan tienen un importante impacto en el ámbito financiero, nos basamos en el crecimiento de esta industria, un crecimiento que ha sido exponencial durante los últimos 35 años hasta llegar a situarse en el entorno de los 11 trillones de dólares en cuanto a volumen de activos gestionados⁹⁹. La importancia de este tipo de operaciones estriba en la capacidad que tienen estos fondos para transformar el panorama empresarial y económico ya que, mediante su entrada en sociedades no cotizadas, consiguen dar un fuerte impulso al crecimiento de las mismas y a su modernización, fomentando en última instancia tanto su capacidad de innovación como su capacidad competitiva.

Y por entrar un poco más en detalle, nos parece oportuno mencionar que, en el universo de las compras apalancadas al que nos estamos refiriendo, estos Fondos de Capital Riesgo operan fundamentalmente con tres tipos de estrategias. Estrategias que se diferencian en función del tamaño y el grado de madurez de la empresa adquirida, así como por el propósito del fondo en la toma de control mayoritario. De este modo

⁹⁸ Cfr. Serrano Acitores, A., “La prohibición de asistencia financiera en sede de fusiones apalancadas”, *Revista Española de Capital Riesgo*, n. 3, 2014, p. 6.

⁹⁹ Cfr. Stepstone Group, “A comprehensive guide to private equity investing”, 2022, p. 2.

distinguimos entre operaciones de Buyout, operaciones de Growth Equity, y operaciones de Venture Capital¹⁰⁰.

4.3.2. Las fusiones apalancadas: Delimitación del concepto

Una vez definido el concepto de adquisiciones apalancadas y sus distintas tipologías, nos centramos en el análisis del concepto que es objeto de nuestro estudio: Las fusiones apalancadas. Llegados a este punto es importante tener en cuenta que, si bien las LBOs pueden realizarse con fusión final o sin fusión, son mucho más frecuentes los casos de adquisiciones apalancadas que terminan con una posterior fusión de las dos sociedades, la adquirente y la adquirida. ¿Por qué? Principalmente por motivos fiscales y con la finalidad de satisfacer las exigencias del prestador de los recursos para llevar a cabo la adquisición¹⁰¹. A este respecto, es lógico pensar que las entidades financieras prefieren adquirir garantías directas sobre los activos y derechos del Target, además de sobre las acciones pignoradas¹⁰².

Y para definir el concepto de “fusiones apalancadas” recurrimos al pronunciamiento del STS de 12 de noviembre de 2012. Según el TS, una fusión apalancada es aquella operación consistente en¹⁰³: “una sociedad existente o creada al efecto ("sociedad vehículo" o "holding company", "venture capital company" o "newco") se endeuda para adquirir el control de otra, es decir, realiza una "compra apalancada" o Leveraged Buy Out (LBO), y después la adquirente absorbe a la controlada ("sociedad objetivo" o "target company"), dando lugar a lo que se conoce como fusión hacia delante o "forward leveraged buy-out", o es absorbida por ella, produciéndose la fusión inversa o "reverse leveraged buy-out". El coste financiero de la operación termina recayendo en todo caso sobre el patrimonio de la sociedad adquirida”.

¹⁰⁰ Cfr. Morgan Stanley Private Equity Solutions Team, “Private Equity Primer: An Introduction to Private Equity Basics”, 2024, p. 2.

¹⁰¹ Cfr. Roncero Sánchez, A., “Fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento del adquirente”, en Rodríguez Artigas, F. (dir.), Fernández de la Gándara, L. (dir.), Quijano González, J. (dir.), Alonso Ureba, A. (dir.), Velasco San Pedro, L. (dir.), y Esteban Velasco, G., *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Thomson Reuters Aranzadi, 2009. (versión electrónica base de datos Legalteca). Fecha de la última consulta: 21 de marzo de 2025.

¹⁰² Cfr. Serrano Acitores, A., (2014), op. cit., p. 19.

¹⁰³ Sentencia del Tribunal Supremo, Sala Tercera, de lo Contencioso-Administrativo, núm. 4299/2010, de 12 de noviembre de 2012, F.J. 3º [versión electrónica base de datos CENDOJ. ROJ: STS 7264/2012]. Fecha de última consulta: 30 de marzo de 2025.

Es decir, estamos ante operaciones conocidas en la terminología anglosajona como *Merger Leveraged Buy-Out (MLBO)*, consistentes en transacciones mediante las cuales una empresa adquiere el control mayoritario de otra utilizando el capital obtenido a través de un endeudamiento. La particularidad de este mecanismo radica en que la devolución del préstamo se garantiza con los activos de la sociedad adquirida, la cual asume la deuda tras la fusión entre ambas entidades¹⁰⁴.

4.3.3. *Las fusiones apalancadas y su relación con la asistencia financiera*

La problemática que presenta este tipo de operaciones es la de determinar si en estos supuestos concurre o no asistencia financiera y si dicha asistencia financiera debe estar o no prohibida. En este sentido, defienden los autores que es evidente que estas fusiones apalancadas tienen como consecuencia última la confusión de los patrimonios de la Target y la newco, dando como resultado que sea la Target la que acabe soportando toda la deuda con la que financió la adquisición la sociedad adquirente. Por tanto, señalan los autores que no se puede negar que en este tipo de operaciones concurre asistencia financiera¹⁰⁵.

No obstante, la doctrina mayoritaria, pese a reconocer que en las fusiones apalancadas concurre evidentemente un supuesto de asistencia financiera, es partidaria de que no resulte de aplicación la prohibición por existir ya medidas específicas que regulan este tipo de operaciones y que protegen tanto a acreedores como a accionistas¹⁰⁶.

No obstante, hay también quien afirma que, en caso de utilizarse la fusión únicamente como medio para burlar la prohibición de asistencia financiera, nos encontraríamos ante un claro supuesto de fraude de ley. Así, defienden los autores que de cara a afirmar si la operación supone o no fraude de ley, es necesario atender a elementos tales como el parámetro temporal del plazo entre la financiación y la fusión. Concluyen estos autores señalando que, “el merger leveraged buy-out no debería ser considerado ilícito en sí mismo, pues puede ser utilizado para «perseguir fines merecedores de tutela»,

¹⁰⁴ Cfr. Garrido de Palma, V. M., (2013), op. cit. (versión electrónica base de datos Tirant online). Fecha de la última consulta: 21 de marzo de 2025.

¹⁰⁵ Cfr. González-Meneses García-Valdecasas, M. y Álvarez Royo-Villanova, S., “La fusión”, *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Thomson Reuters Aranzadi, 2013. (versión electrónica base de datos Legalteca). Fecha de la última consulta: 21 de marzo de 2025.

¹⁰⁶ Id.

aunque podría merecer tal reproche cuando fuera utilizado como medio para eludir la prohibición de asistencia financiera”¹⁰⁷.

En definitiva, volviendo a la línea general que hemos sostenido a lo largo de este trabajo y apoyándonos en la doctrina mayoritaria, nos atrevemos a decir que, para que pueda afirmarse que una determinada operación cae dentro del terreno de la prohibición de la asistencia financiera, es necesario, no solo que concurra alguno de los supuestos que mencionan los artículos 143.2 y 150 LSC, sino que la operación debe entrañar un riesgo real y efectivo para los intereses de los acreedores y accionistas, así como que la asistencia financiera no se realice en el marco de una operación que ya incluya los medios necesarios para tutelar los intereses de estos. Resumiendo, lo que busca el legislador es no obstaculizar operaciones que son beneficiosas y que no entrañan ningún tipo de peligro¹⁰⁸. Por ello, cuando se cumplan determinados requisitos, la fusión debe considerarse como lícita, por cuanto que, como señalan estos autores, mientras se protejan los intereses de las partes, se estará respetando la ratio legis de la norma¹⁰⁹.

4.3.4. El artículo 35 de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles

En línea con lo que acabamos de señalar y con la opinión de la doctrina mayoritaria, se aprueba en el año 2009 la LME. Lo que mayor interés nos genera de dicha ley, lo podemos encontrar en su artículo 35 en relación con las fusiones apalancadas. Mientras que Europa nos llevaba la delantera y ya se había empezado a flexibilizar la regulación de este tipo de operaciones en tanto en cuanto podían resultar beneficiosas para la sociedad, en España todavía no se había producido trasposición de la Directiva 2006/68/CE. En este sentido, el artículo 35 supone un nuevo paradigma al eliminar las trabas que existían en relación con este tipo de operaciones, máxime teniendo en cuenta que se trataba de operaciones que contaban con el apoyo de la jurisprudencia y de la doctrina mayoritaria.

Entrando de lleno en el análisis de dicho artículo 35 LME, hemos de señalar que su introducción en el ordenamiento jurídico español ha sido de gran utilidad de cara a

¹⁰⁷ Martí Moya, V., “El merger leveraged buy-out o fusión apalancada a la luz de la ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles”, *Revista de Derecho Mercantil*, n. 276, 2010, pp. 607-644.

¹⁰⁸ Serrano Acitores, A., (2014), op. cit., p. 13.

¹⁰⁹ Cfr. Sanz Bayón, P. y Palomero Benazerraf, A., (2013), op. cit., pp. 69-104.

garantizar la protección de los intereses tanto de acreedores como de socios cuando se llevan a cabo este tipo de operaciones. Unas operaciones que se permiten siempre y cuando respeten determinados requisitos. En este sentido creemos importante mencionar que, en última instancia, la validez o no de la operación dependerá de las condiciones concretas de la misma, la situación financiera de las sociedades y el importe y las características de la financiación. Vemos pues que se trata de un tema de cierta complejidad¹¹⁰.

Siguiendo con el artículo 35 LME, vemos que éste tiene por objetivo fundamental regular aquellas operaciones de fusión en las que, al menos una de las sociedades involucradas en la operación, hubiera contraído deudas en el plazo de los 3 años inmediatamente anteriores a la misma con el fin de adquirir el control de la otra sociedad o de activos esenciales de la misma.

A este respecto, el citado artículo 35 LME, exige tres requisitos de cara a que dichas operaciones puedan considerarse lícitas y no contrarias a la prohibición de asistencia financiera: i) que el proyecto de fusión indique 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, ii) que el informe de los administradores sobre el proyecto de fusión indique las razones que hubieran justificado la adquisición del control o de los activos y que justifiquen, en su caso, la operación de fusión además de contener un plan económico y financiero con expresión de los recursos y la descripción de los objetivos que se pretenden conseguir y iii) que el informe de los expertos sobre el proyecto de fusión contenga un juicio sobre la razonabilidad de las indicaciones a que se refieren los dos números anteriores, determinando además si existe asistencia financiera, debiendo elaborarse incluso cuando exista acuerdo unánime de fusión.

Comencemos delimitando las operaciones que entran dentro del ámbito objetivo del precepto. Son fundamentalmente dos: Por un lado, aquellas operaciones que tienen por objeto la toma de control de una sociedad, un control que se materializará, como ya hemos indicado anteriormente, mediante la adquisición de una participación que represente al menos el 50% de los derechos de voto. El segundo tipo operación a que se

¹¹⁰ Cfr. González-Meneses García-Valdecasas, M. y Álvarez Royo-Villanova, S., (2013), op. cit. (versión electrónica base de datos Legalteca). Fecha de la última consulta: 21 de marzo de 2025.

refiere el artículo son aquellas operaciones de adquisición de activos esenciales de la sociedad Target, o activos especialmente importantes en cuanto a su valor patrimonial.

En este sentido, un sector de la doctrina pone de manifiesto la difícil cuantificación del término dada la ausencia de una definición clara sobre qué debe entenderse por activos que ostentan dicha condición¹¹¹. No obstante, existen autores que se aventuran a señalar, aun reconociendo la indeterminación del término, que ostentarían dicha condición los activos cuando representen todo el patrimonio de la Target o cuando al menos, a consecuencia de la fusión, vayan a constituir la mayor parte del patrimonio de la sociedad resultante¹¹².

Continuando con estos activos esenciales o especialmente importantes, cabe señalar que, además de las dudas existentes acerca de la delimitación del concepto, también existen dudas sobre si la mención a los mismos en el artículo 35 LME tiene sentido alguno. En este sentido hay autores que defienden que dicha mención carece de todo sentido por cuanto que la prohibición de asistencia financiera se dirige contra los negocios dirigidos a adquirir acciones o participaciones de una sociedad y no activos de la misma¹¹³. En este sentido, señalan estos autores que la adquisición de activos en este caso no debería implicar asistencia financiera puesto que, como consecuencia de la posterior fusión entre las sociedades, no disminuiría la solvencia de la sociedad resultante¹¹⁴.

En cuanto al requisito temporal, también resulta necesario que nos detengamos en su análisis. A este respecto, se establece un plazo máximo de 3 años entre la fecha de celebración del negocio de financiación y la fecha del proyecto de fusión. En este sentido, señala la doctrina que el lapso de tiempo es un elemento esencial de cara a valorar si existe o no asistencia financiera. En opinión de los autores que defienden esta tesis, el transcurso de un período de tiempo superior implicaría que, a priori, no fuera la Target

¹¹¹ Cfr. Sánchez-Calero, J. y Fernández Torres, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (Oportunidad y acierto del art. 35 LME)”, *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, n. 38, 2011, p. 14.

¹¹² Cfr. González-Meneses García-Valdecasas, M. y Álvarez Royo-Villanova, S., (2013), op. cit. (versión electrónica base de datos Legalteca). Fecha de la última consulta: 21 de marzo de 2025.

¹¹³ Cfr. Vives Ruiz, F. y Tapias Monné, A., “La Ley de Modificaciones Estructurales: Una norma técnicamente fallida”, *InDret, Revista para el análisis del Derecho*, n. 4, 2013, pp. 34-35.

¹¹⁴ Cfr. Álvarez Royo-Villanova, S., (2010), op. cit., p. 139.

sino la empresa adquirente la que asumiría el riesgo financiero propio de la operación de apalancamiento¹¹⁵.

Sentadas estas premisas y entrando ya de lleno en el análisis de los requisitos, podemos afirmar que los dos primeros requisitos no merecen un análisis pormenorizado. Tanto el proyecto de fusión como el informe de los administradores tienen por objeto informar y explicar sobre la finalidad de la operación. Lo que sí merece una mayor consideración es el requisito relativo al informe del experto independiente, que, además, ha sido el origen de la reforma del artículo 35 de la LME, ahora artículo 42 del Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio.

En relación con este informe del experto independiente, señalar que el mismo consiste fundamentalmente en el análisis por parte del experto de los datos económicos recogidos en el proyecto de fusión y del informe de los administradores. El objetivo es poder analizar si la información proporcionada es veraz y, sobre todo, si es viable en el sentido de que pueda el endeudamiento ser asumido por la sociedad resultante de la fusión.

En cualquier caso, ¿cuál es la causa que motiva la necesidad de expertos independientes para pronunciarse acerca de la existencia o no de asistencia financiera en la operación? Aquí, lo que se está poniendo de manifiesto es que las fusiones apalancadas podrían comportar asistencia financiera, y de ahí el que se requiera el informe del experto. Lo que se pretende es evitar que se puedan realizar operaciones que caigan dentro del ámbito prohibido por la asistencia financiera. En este sentido, hay autores que defienden que es absurdo que sean los expertos los que se pronuncien sobre dicha cuestión, en tanto en cuando hablamos de una cuestión jurídica y no económica o financiera¹¹⁶. En idéntico sentido se pronuncian otros autores que vuelven a incidir sobre la imposibilidad de los expertos de pronunciarse acerca del encaje de una conducta en una norma de naturaleza material, por corresponder dicha competencia a los juzgados y tribunales, o en su caso al Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital¹¹⁷.

¹¹⁵ Cfr. Roncero Sánchez, A., (2009), op. cit. (versión electrónica base de datos Legalteca). Fecha de la última consulta: 21 de marzo de 2025.

¹¹⁶ Cfr. Sánchez-Calero, J. y Fernández Torres, I., (2011), op. cit., pp. 22-23.

¹¹⁷ Cfr. Jiménez López, L. y Daza González, P., (2023), op. cit., p. 46.

No obstante, y como suele ser habitual, también existen los autores que consideran idóneo que el experto independiente se pronuncie y determine si en una operación concreta concurre o no asistencia financiera. Se basan estos autores en que, no necesariamente, en el caso de una fusión apalancada debe concurrir asistencia financiera, ya que existen supuestos en los que no existe dicha asistencia financiera¹¹⁸.

Finalmente, hay también quien defiende que el informe del experto independiente responde fundamentalmente a la necesidad de su pronunciamiento acerca de si la operación cumple en todo caso con los requisitos del artículo 23 de la directiva 2006/68/CE. Es decir, que se realice bajo la responsabilidad de los administradores; que se apruebe por la junta; que se realice con cargo bienes libres y dotándose en todo caso una reserva indisponible por el importe de la asistencia financiera total. En opinión de estos autores, es perfectamente procedente que el experto se pronunciara sobre tales cuestiones por tratarse de cuestiones contables¹¹⁹.

En todo caso, continuando con el debate sobre la pertinencia del informe del experto independiente, aunque admitiéramos que tal experto fuera competente para ello, resulta absurdo un pronunciamiento sobre la existencia o no de asistencia financiera en tanto en cuanto que en caso de afirmar la existencia de la misma, sería muy aventurado pensar que un notario o un registrador pudieran frenar la operación en base a dicho pronunciamiento, ya que, en primer lugar, el informe solo se debería referir a la existencia o no de asistencia financiera en la operación, pero no al hecho de estar prohibida o ser contraria a la ley. Y, en segundo lugar, por no quedar claro si en caso de concurrir asistencia financiera la nulidad se aplicaría al negocio de financiación, a la compra, o la fusión posterior a dicha adquisición¹²⁰.

A esta última cuestión responden algunos autores señalando que, cuando no se emite este informe por parte de los expertos, queda claro que la consecuencia es la nulidad de la operación. Cuestión distinta es que sí se emita el informe, pero éste sea negativo. En este sentido, hemos de diferenciar entre el examen económico del proyecto y el juicio sobre el tipo de canje, en el que un informe negativo del experto no impide la fusión, aunque influye de manera significativa en el voto de la junta de socios. Y otra cosa es un

¹¹⁸ Cfr. Serrano Acitores, A., (2014), op. cit., p. 13.

¹¹⁹ Cfr. Álvarez Royo-Villanova, S., (2010), op. cit., pp. 150-152.

¹²⁰ Cfr. Álvarez Royo-Villanova, S., (2010), op. cit., p. 153.

informe de valoración del patrimonio en relación con el capital, respecto del cual existen más dudas sobre si podría llegar a bloquear la fusión¹²¹.

4.3.5. *El artículo 42 del del Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio.*

Finalmente, debemos referirnos a la modificación de la LME y en concreto a la introducción del artículo 42 del *Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio* que no viene sino a resolver las incógnitas que plantea la regulación de la LME. Esta nueva regulación no hace más que acercarse a la regulación contenida en el artículo 2501 bis del CC italiano, fuente de inspiración de nuestro artículo 35, y a una enmienda del grupo parlamentario catalán que fue rechazada y que proponía lo siguiente: “El informe de los expertos sobre el proyecto de fusión contendrá un juicio técnico sobre la suficiencia de la información proporcionada por los administradores, el carácter razonable y realizable del plan económico y financiero que permite asegurar la continuidad de la empresa social en el corto y en el medio plazo y acerca de la justificación del endeudamiento asumido conforme a las condiciones normales de mercado existentes en su momento. En el caso de que el informe contuviera reservas o limitaciones de cualquier clase, su importancia deberá ser expresamente evaluada en su conjunto a la vista de la evidencia obtenida antes de emitir una opinión favorable o desfavorable. En estos supuestos será necesario el informe de expertos aun cuando se trate de acuerdo unánime de fusión”¹²².

La necesidad de la modificación responde igualmente a la crítica de la doctrina, que ponía énfasis en el hecho de que la regulación introducida por el legislador español era demasiado preventiva, generando además problemas de inseguridad jurídica como consecuencia de la deficiente redacción de la ley¹²³. Así, el principal objetivo del artículo 42 no es más que resolver lo que ha sido considerado por muchos como un error de redacción. En definitiva, la modificación de la ley no ha venido más que confirmar el rol que debe asumir el experto independiente en relación con las fusiones apalancadas que no es otro, sino el de estudiar la viabilidad económica de la operación¹²⁴.

¹²¹ Cfr. González-Meneses García-Valdecasas, M. y Álvarez Royo-Villanova, S., (2013), op. cit. (versión electrónica base de datos Legalteca). Fecha de la última consulta: 21 de marzo de 2025.

¹²² Vives Ruiz, F. y Tapias Monné, A., (2013), op. cit., pp. 34-36.

¹²³ Cfr. Serrano Acitores, A., (2014), op. cit., pp. 31-32.

¹²⁴ Cfr. Jiménez López, L. y Daza González, P., (2023), op. cit., pp. 46-47

5. CONCLUSIONES

1. En mi opinión, todo el régimen de la asistencia financiera que he analizado a lo largo del presente trabajo debería evolucionar hacia una mayor flexibilidad. A raíz de lo expuesto entiendo que la prohibición en sus términos actuales impide operaciones que, lejos de ser perjudiciales, en determinados supuestos podrían resultar claramente beneficiosas para la sociedad. Por poner un ejemplo paradigmático me referiré a la posible entrada de un accionista estratégico en una empresa, operación que podría reforzar la posición financiera o competitiva de la misma, pero que podría verse frustrada por una aplicación rígida de la norma.

Ahora bien, mi apuesta por la flexibilidad no implica en modo alguno que sea partidario de eliminar la prohibición, máxime teniendo en cuenta que su finalidad protectora sigue siendo esencial para preservar los intereses de los acreedores, los socios y el propio tráfico mercantil. Lo que defiendo es que se busquen mecanismos que permitan diferenciar entre operaciones abusivas y aquellas que, aun implicando asistencia financiera, redunden en el interés social, evitando que paguen justos por pecadores y que la norma termine castigando precisamente a quienes actúan con diligencia y visión estratégica.

2. Entiendo igualmente que la excepción a la prohibición de asistencia financiera en favor de bancos y entidades de crédito se encuentra plenamente justificada. No olvidemos que estas entidades tienen como objeto social la concesión de préstamos a terceros. Imponerles una restricción general nos llevaría al absurdo de ignorar la lógica operativa del sector financiero limitando injustificadamente su capacidad para cumplir con su función económica. Como sostiene una buena parte de la doctrina, impedir su participación en operaciones como ampliaciones de capital podría incluso beneficiar a competidores directos, cosa que resultaría incoherente con los principios de libertad de empresa y eficiencia económica.

Además, ya existe marco de supervisión financiera que somete a un control exhaustivo a estas entidades. Me refiero a organismos tales como el Banco de España, la CNMV y el BCE. Sinceramente, no me parece necesario añadirles una restricción adicional sobre la asistencia financiera. Lejos de configurar un privilegio arbitrario, la excepción garantiza

que estas operaciones puedan desarrollarse con normalidad y sin riesgos significativos, asegurando al mismo tiempo la protección de los intereses de acreedores y accionistas.

3. Por lo que respecta a la teoría del vínculo, la evolución jurisprudencial reciente, tanto a nivel europeo como nacional, permite cuestionar seriamente su vigencia. Sentencias clave como las del TJUE (Danosa y Balkaya) y del Tribunal Supremo español (27 de junio y 2 de noviembre de 2023) apuntan hacia una interpretación más flexible y realista de la relación entre administradores y sociedad, reconociendo que pueda existir una relación laboral cuando concurren las notas de dependencia y ajenidad, incluso si el sujeto ostenta un cargo en el órgano de administración.

En línea con esta visión actual, me parece insostenible seguir afirmando que el desempeño de funciones ejecutivas en la empresa forma parte del contenido esencial del cargo de consejero. Por ello, comparto la posición doctrinal que defiende que no todo administrador debe quedar automáticamente excluido del concepto de “personal” a efectos de la excepción a la asistencia financiera. Lo relevante no es el cargo formal, sino la naturaleza de la relación y el grado efectivo de subordinación existente.

4. La nueva regulación de las fusiones apalancadas, plasmada en el artículo 42 del Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, supone un avance importante frente a la anterior regulación contenida en el artículo 35 de la Ley 3/2009. Estamos ante una reforma que ha respondido a una necesidad ampliamente puesta de manifiesto por la doctrina: reducir la inseguridad jurídica y la excesiva rigidez que generaba el antiguo requisito relativo al pronunciamiento del experto independiente a la hora de evaluar la existencia de asistencia financiera.

En este sentido, el requisito de exigir a un experto técnico un juicio jurídico sobre la concurrencia o no de asistencia financiera resultaba, no solo incongruente con la propia naturaleza del concepto, sino que además introducía un obstáculo innecesario para operaciones económicamente viables. Algo que no suponía sino un freno para las inversiones y la agilidad del tráfico mercantil.

La nueva regulación introduce una mayor flexibilidad manteniendo el control sobre las operaciones, pero redirigiendo el papel del experto hacia un análisis económico y

financiero. De este modo elimina la carga de tener que pronunciarse sobre una cuestión puramente jurídica. Haciéndolo así, el legislador aclara el alcance de sus funciones y favorece un entorno más predecible y competitivo para las operaciones de fusión apalancada, reforzando la seguridad jurídica sin relajar las garantías sustanciales de protección a socios y acreedores.

Como conclusión, esta reforma inspirada en modelos europeos como el Italiano (art. 2501 bis CC), refleja un cambio de enfoque positivo: de la prevención excesivamente rigurosa a la flexibilidad responsable, en línea con la necesidad de adaptar el Derecho de sociedades a un entorno económico global y dinámico y cada vez más competitivo.

6. BIBLIOGRAFÍA:

LEGISLACIÓN

Companies Act, 1929.

Companies Act, 1948.

Companies Act, 1981.

Constitución Española.

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. (DOCE 25 de septiembre de 2006). Disposición derogada.

Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada. (BOE 24 de marzo de 1995). Disposición derogada.

Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. (BOE 4 de abril de 2009).

Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, por el que se adaptan las normas legales en materia de establecimientos de crédito al ordenamiento jurídico de la Comunidad Económica Europea. (BOE 30 de junio de 1986). Disposición derogada.

Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. (BOE 27 de diciembre de 1989). Disposición derogada.

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 Legislativo 2/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores. (BOE 24 de octubre de 2015).

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).

Segunda Directiva 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. (DOCE 31 de enero de 1977). Disposición derogada.

JURISPRUDENCIA

Europea

Sentencia del TJUE, Sala Séptima, asunto C-101/21, de 5 de mayo de 2022. [versión electrónica base de datos Curia. ECLI:EU:C:2022:356]. Fecha de última consulta: 30 de marzo de 2025.

Sentencia del TJUE, Sala Primera, asunto C-229/14, de 9 de julio de 2015. [versión electrónica base de datos Curia. ECLI:EU:C:2015:455]. Fecha de última consulta: 30 de marzo de 2025.

Sentencia del TJUE, Sala Segunda, asunto C-232/09, de 11 de noviembre de 2010. [versión electrónica base de datos Curia. ECLI:EU:C:2010:674]. Fecha de última consulta: 30 de marzo de 2025.

Nacional

Sentencia del Tribunal Supremo, Sala Tercera, de lo Contencioso-Administrativo, núm. 1378/2023, de 2 de noviembre de 2023, [versión electrónica base de datos CENDOJ. ROJ: STS 4594/2023]. Fecha de última consulta: 30 de marzo de 2025.

Sentencia del Tribunal Supremo, Sala Tercera, de lo Contencioso-Administrativo, núm. 875/2023, de 27 de junio de 2023, [versión electrónica base de datos CENDOJ. ROJ: STS 3071/2023]. Fecha de última consulta: 30 de marzo de 2025.

Sentencia del Tribunal Supremo, Sala Tercera, de lo Contencioso-Administrativo, núm. 4299/2010, de 12 de noviembre de 2012, F.J. 3º [versión electrónica base de datos CENDOJ. ROJ: STS 7264/2012]. Fecha de última consulta: 30 de marzo de 2025.

Sentencia del Tribunal Supremo, Sala Primera, de lo Civil, núm. 79/2012, de 1 de marzo de 2012 [versión electrónica – base de datos Aranzadi Instituciones. Rec. 434/2009]. Fecha de última consulta: 30 de marzo de 2025.

Sentencia del Tribunal Supremo, Sala Primera, de lo Civil, núm. 889/2004, de 28 de septiembre de 2004 [versión electrónica – base de datos Aranzadi Instituciones. Rec. 2366/1998]. Fecha de última consulta: 30 de marzo de 2025.

Sentencia del Tribunal Supremo, Sala Cuarta, de lo Social, de 18 de junio de 199, F.J. 3º [versión electrónica – base de datos Aranzadi Instituciones. Rec. 1080/1990]. Fecha de última consulta: 30 de marzo de 2025.

Autonómica

Sentencia del Juzgado de lo Mercantil, n. 13 de Madrid, núm. 3/2025, de 21 de enero de 2025, F.J. 4º [versión electrónica base de datos CENDOJ. ROJ: AJM M 3/2025]. Fecha de última consulta: 30 de marzo de 2025.

OBRAS DOCTRINALES

Álvarez Royo-Villanova, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera: el Art 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales”, *Anales de la Academia Matritense del Notariado*, 2010, pp. 121-156.

Álvarez Royo-Villanova, S., “25 años de dogma: el fin de la doctrina del vínculo”, *La Ley Mercantil*, n. 122, 2025, pp. 1-10.

Azofra, F., “El Informe Winter sobre modernización del derecho societario en Europa”, *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, núm. 4, 2003. pp. 31-44.

Barros García, M., “¿Continúa vigente la doctrina del vínculo tras la modificación de la Ley de Sociedades de Capital?”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n. 41, 2015, pp. 34-41.

Bayona Giménez, R., “La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias en las Sociedades Anónimas”, 2002, pp. 1-674.

Blasco Gascó, F. de P., “Libertad contractual y restricción de los actos de asistencia financiera”, *Revista de Derecho Patrimonial*, n. 34, 2014, pp. 25-48.

Bongiorno, S. A., “La prohibición de asistencia financiera en las sociedades anónimas”, 2014, pp. 1-86.

Bonmatí Collado, P. y de Benito Lobo, L., “Novedades en materia de asistencia financiera: STS 582/2023, de 20 de abril, y modalidades de asistencia financiera prohibidas”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n. 62, 2023, pp. 112-119.

Carrasco Perera, Á., Erlaiz Coteló, I. y Rentería Tazo, A., “La adquisición con asistencia financiera”, en Álvarez Arjona, J. M^a (dir.), y Carrasco Perera, Á. (dir.), *Adquisiciones de Empresas*, Thomson Reuters Aranzadi, 2019, pp. 627-658.

Carretero Pires, A., “Prohibición de asistencia financiera: concepto y aplicación a operaciones de adquisición apalancadas”, 2008, pp. 410-433.

Davies, P. L., Worthington, S., y Micheler, E., “Capital maintenance”, *Gower’s Principles of Modern Company Law*, Sweet & Maxwell, 2016, pp. 630-700.

De Vivero De Porras, C., “La prohibición de asistencia financiera en las sociedades de capital: su incumplimiento a la luz de la actual jurisprudencia en España”, *Derecho & Sociedad*, n. 63, 2024, pp. 259-273.

Díez-Picazo, L., “Los negocios de la sociedad con las propias acciones”, *Advocatus*, n. 13, 2005, pp. 65-78.

Fernández de la Gándara, L., “Transmisión, derechos y negocios sobre las acciones”, *Derecho de Sociedades*, Tirant lo blanch, Valencia, 2010, pp. 538-541.

Fernández Fernández, M. C., “La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones como obstáculo a ciertas compras apalancadas de empresas, o leveraged buy-outs”, *Revista de Derecho Mercantil*, n. 232, 1999, pp. 577-644.

Garrido de Palma, V. M., “Fusión”, en Aranguren Urriza, F. J. (coord.), *Las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Tirant lo Blanch, 2013. (versión electrónica base de datos Tirant online). Fecha de la última consulta: 21 de marzo de 2025.

Gobat, J., “What Is a Bank?”, *Finance & Development*, 2012, pp. 38-39.

González-Meneses García-Valdecasas, M. y Álvarez Royo-Villanova, S., “La fusión”, *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Thomson Reuters Aranzadi, 2013. (versión electrónica base de datos Legalteca). Fecha de la última consulta: 21 de marzo de 2025.

Hernández, J. L., y Carrión, D., “Aproximaciones a la estructuración e implementación de operaciones de Leveraged Buy Out”, *Revista de Derecho Mercantil*, n. 1, 2022, pp. 48-60.

Hidalgo Romero, R. y Moya Yoldi, J., “Consideraciones sobre la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias a la luz de la tramitación parlamentaria del proyecto de ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles”, *Revista Aranzadi Doctrinal*, n. 1, 2009, pp. 101-131.

Jiménez López, L. y Daza González, P., “La fusión apalancada como negocio que purga la prohibición de asistencia financiera”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n. 62, 2023, pp. 36-51.

López Bedmar, R. J., “La teoría del vínculo en la relación laboral especial de alta dirección: implicaciones jurídicas y doctrinales”, *Revista Crítica de Relaciones de Trabajo*, n. 13, 2024, pp. 169-192.

Lowry, J., “The Prohibition Against Financial Assistance: Constructing a Rational Response”, pp. 3-25.

Marín, G., “Los Consejeros Ejecutivos en el Derecho Tributario: Efectos fiscales de la doctrina del vínculo”, 2014, pp. 1-44.

Martí Moya, V., “El *merger leveraged buy-out* o fusión apalancada a la luz de la ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles”, *Revista de Derecho Mercantil*, n. 276, 2010, pág. 607-644.

Mccabe, B., “The Desirability of a Share Buy-Back Power”, *Bond Law Review*, vol. 3, n. 1, 1991, pp. 115-138.

Morgan Stanley Private Equity Solutions Team, “Private Equity Primer: An Introduction to Private Equity Basics”, 2024, pp. 1-4.

Moya Yoldi, J. y Pizarro Mayo, J., “Efectos de la prohibición de asistencia financiera sobre el negocio de adquisición asistido: comentario crítico a la Sentencia del Tribunal Supremo 541/2018, de 1 de octubre”, *Revista Aranzadi Doctrinal*, n. 3, 2019, pp. 1-5.

Nieto Rojas, P., “La participación económica de los trabajadores en la sociedad post-industrial”, *La participación financiera de los trabajadores en la empresa*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2011, pp. 19-48.

Paz-Ares, C., “El enigma de la retribución de los consejeros ejecutivos”, *Revista para el análisis del Derecho*, n. 1, 2008, pp. 1-74.

Paz-Ares, C. y Perdices Huetos, A. B., “De los negocios sobre las propias acciones” en Uría, R. (dir.), Menéndez, A. (dir.), y Olivencia, M. (dir.), *Comentario al Régimen Legal de las Sociedades Mercantiles*, Thomson Reuters Civitas, 2003. (versión electrónica base de datos Legalteca). Fecha de la última consulta: 21 de marzo de 2025.

Petkovic, D., “Financial Assistance: A Fatal Flaw In Cross-Border Acquisition Financings”, *Project Finance NewsWire*, 2001, pp. 22-26.

Quesada López, P. M., “Dictamen Jurídico sobre asistencia financiera”, 2016, pp. 1-54.

Ramos Moragues, F., “El contrato de trabajo del personal de alta dirección: peculiaridades extintivas”, *Actualidad Jurídica Iberoamericana*, n. 14, 2021, pp. 970-993.

Roncero Sánchez, A., “Fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento del adquirente”, en Rodríguez Artigas, F. (dir.), Fernández de la Gándara, L. (dir.), Quijano González, J. (dir.), Alonso Ureba, A. (dir.), Velasco San Pedro, L. (dir.), y Esteban Velasco, G., *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Thomson Reuters Aranzadi, 2009. (versión electrónica base de datos Legalteca). Fecha de la última consulta: 21 de marzo de 2025.

Sánchez-Calero, J. y Fernández Torres, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (Oportunidad y acierto del art. 35 LME)”, *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, n. 38, 2011, pp. 1-49.

Sanz Bayón, P. y Palomero Benazerraf, A., “Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas”, *Revista Doctrinal*, vol. 2, n. 3, 2013, pp. 69-104.

Serrano Acitores, A., “Análisis Financiero-Económico de los Leveraged Buyouts”, *Revista de Contabilidad y Tributación*, n. 377-378, 2014, pp. 159-196.

Serrano Acitores, A., “La prohibición de asistencia financiera en sede de fusiones apalancadas”, *Revista Española de Capital Riesgo*, n. 3, 2014, pp. 3-33.

Shepherd, J., “Financial Assistance”, *IBA Corporate and M&A Law Committee*, 2022, pp. 1-6.

Stepstone Group, “A comprehensive guide to private equity investing”, 2022, pp. 1-26.

Valverde González-Morejón, A., “La asistencia financiera en operaciones de refinanciación y reestructuración de deuda”, *Diario La Ley*, 2015, pp. 15-16.

Vaquerizo Alonso, A., “Aplicación de la disciplina: Alcance práctico y efectos sancionatorios”, en Alonso Olea, M. (ed.), Díez-Picazo, L. (ed.), García de Enterría, E. (ed.), González Pérez, J. (ed.), Menéndez, A. (ed.), y Rodríguez Mourullo, G. (ed.), *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Civitas, 2003. (versión electrónica base de datos Legalteca). Fecha de la última consulta: 21 de marzo de 2025.

Vargas Vasserot, C., “Los efectos jurídicos de la contravención de la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias”, en Morillas Jarillo, M.J., (dir.), Perales Viscasillas M. de P., (dir.), Porfirio Carpio, L.P., (dir.), y Sánchez Ruiz, M., (aut.), *Estudios sobre el futuro Código Mercantil: libro homenaje al profesor Rafael Illescas Ortiz*, 2015, pp. 967-988.

Velasco San Pedro, L. A., “La reforma de la asistencia financiera en Europa”, 2006, pp. 1-39.

Vives Ruiz, F. y Tapias Monné, A., “La Ley de Modificaciones Estructurales: Una norma técnicamente fallida”, *InDret, Revista para el análisis del Derecho*, n. 4, 2013, pp. 1-49.

RECURSOS DE INTERNET

Alfaro Águila-Real, J., "Adiós a la teoría del vínculo", *Almacén de Derecho*, 2015, (disponible en <https://almacenederecho.org/adios-a-la-teoria-del-vinculo> ; última consulta 20/03/2025).

Alfaro Águila-Real, J., "Lecciones: Asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones propias", *Almacén de Derecho*, 2017, (disponible en <https://almacenederecho.org/lecciones-asistencia-financiera-la-adquisicion-acciones-participacionees-propias>; última consulta 20/03/2025).

Grupo de Alto Nivel de Expertos en Derecho de Sociedades, “Resumen de las observaciones y recomendaciones del grupo de alto nivel de expertos en Derecho de sociedades. Informe Winter”, 2002, (disponible en [https://www.icjce.es/images/pdfs/TECNICA/B1%20-%20Comisi%C3%83%C2%B3n%20Europea/B.1.21%20-%20CE%20-%20DSyGC%20-%20Moderniz%20legis/Informe%20Winter%20\(Trad%20ICAC\)%20-%2004112002.PDF](https://www.icjce.es/images/pdfs/TECNICA/B1%20-%20Comisi%C3%83%C2%B3n%20Europea/B.1.21%20-%20CE%20-%20DSyGC%20-%20Moderniz%20legis/Informe%20Winter%20(Trad%20ICAC)%20-%2004112002.PDF); última consulta 20/03/2025).