

---

TFG DERECHO 2025  
PRIMER BORRADO

---

*TEMA: Impacto de la regulación de asistencia financiera en la estructura de las LBOs.*

## 1. INTRODUCCIÓN

### 1.1. Planteamiento del problema

- Definición de las LBOs (compras apalancadas) y explicación de su relevancia en el ámbito mercantil.
- Justificación / importancia de la regulación de la asistencia financiera en las LBOs.

Se conocen como *Leveraged Buyouts* (de aquí en adelante, “LBOs”) a las operaciones de adquisición o compra apalancadas, es decir aquellas consistentes en la adquisición mayoritaria o total de una sociedad y financiadas con altos niveles de deuda<sup>1</sup> (Fanner, C et al.). Es habitual que estas operaciones, los adquirentes garanticen los préstamos con los propios activos o acciones de la sociedad adquirida<sup>2</sup> (Alfaro, 2021). Resulta importante pues mencionar la existencia de dos negocios jurídicos conectados pero independientes entre sí: por una parte, estaría el contrato de compraventa de la sociedad objetivo (de aquí en adelante, la “Target”), y por otra, se identifica el contrato de financiación.

En conexión con este segundo negocio, puede ocurrir, bien que los financiadores sean externos, i.e. terceros a la compra (en cuyo caso se procedería a la LBO mediante financiación externa con la creación – o no – de una sociedad actuando como adquirente), bien que sean financiadores internos, i.e. los propios accionistas<sup>3</sup> (Alfaro, 2021).

Por su parte, las LBOs (en sentido del primer negocio) puede estructurarse de varias maneras. En primer lugar, el adquirente compra la Target directamente, esto es sin intermediario alguno (podríamos hablar de una LBO “con comprador corporativo”), siendo esta la estructura de ejecución más sencilla<sup>4</sup> ((Fanner, C et al.). En segundo lugar, el comprador puede utilizar una Special Purpose Vehicle (en adelante, “SPV”<sup>5</sup>, a veces denominada “Newco”) como intermediario, de manera que ya se iba adelantando con anterioridad, se procede a la creación de una empresa que jugará el rol de compradora<sup>6</sup> ((Fanner, C et al.). Paralelamente, identificamos otras categorías de LBOs en función del tipo de adquirente. Entre otros: (i) *Institutional Buyout* (IBO) supone la compra por inversores institucionales; (ii) en las *Management Buyout* (MBO), los propios administradores de la sociedad impulsan la operación siendo habitual que participen ellos mismos en la financiación (si bien financiadores externos serán necesarios, pudiendo además proceder a la creación de una SPV), garantizando su implicación posterior; parecida a la anterior encontraríamos la (iii) *Management Buyin* (MBI) diferenciándose de la anterior en el hecho de que un equipo de administradores independientes de la Target lideran la operación de compra; o finalmente (iv) la *Leveraged Employee Buyout* (LEBO), en la cual la operación de compra será llevada a cabo por los trabajadores de la Target (Carretero Pires, 2007, pg 66)<sup>7</sup>.

---

<sup>1</sup> Fanner, C., Lombers, M., & Shaw, M. (2007). *Leveraged buyouts*. Practical Law. Recuperado de <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/2-242-4954>

<sup>2</sup> Alfaro, J. (2021, 25 de octubre). *Las compras apalancadas o leveraged buy-out (LBO)*. Almacén de Derecho. Recuperado de <https://almacenederecho.org/las-compras-apalancadas-o-leveraged-buy-out-lbo>

<sup>3</sup> Vid. nota (2).

<sup>4</sup> Vid. nota (1). LBO – Corporate Purchaser, i.e. LBO “con comprador corporativo”

<sup>5</sup> En español: Vehículo de Propósito Especial

<sup>6</sup> Ver nota (1).

<sup>7</sup> Carretero Pires, A. (2017). *Operaciones de compra apalancada de empresas y la creación de valor. El impacto de la estructura financiera*. Universidad Rey Juan Carlos. <http://hdl.handle.net/10115/14711>

- Explicación de la relevancia de las operaciones de LBO en el ámbito mercantil y financiero: aportación de valor para la sociedad, economía...
- Cifras que apoyen

En función del marco normativo aplicable a una operación de LBO, tanto la estructura de adquisición como de financiación de la misma se pueden ver sujetas a niveles regulatorios diversos. Determinadas jurisdicciones imponen restricciones concretas sobre la propia estructura de la compraventa de la sociedad (exigiendo, por ejemplo, requisitos procedimentales de autorización y transparencia). Simultáneamente, pueden existir limitaciones respecto de la obtención y estructuración de la financiación, por ejemplo, respecto del uso de los activos de la sociedad que se busca adquirir como garantía o incluso fuente de pago. En este contexto, los operadores de las LBOs tienen como labor la prever y adaptarse a las distintas regulaciones aplicables, pues en función de la jurisdicción en la que se hallen, podrían incurrir en incumplimientos legales que pongan en peligro o comprometan la viabilidad de la transacción.

En el sistema español, el legislador sujetará a estricta regulación tanto la propia estructura de la operación (es decir, la compra en sí) como los mecanismos de financiación. Más en concreto, y a efectos de lo que a este trabajo concierne, cabe destacar la regulación de financiación externa, y en términos concretos, la regulación de asistencia financiera.

## 1.2. Objetivo del TFG

- Explicación del objetivo de estudio. Porqué lo he elegido.
- Preguntas clave: ¿Por qué se prohíbe la asistencia financiera en España? ¿Qué implicaciones tiene esta prohibición en la estructura de las LBOs? ¿Cómo se regula en otros países y cuáles son sus efectos? (no hará falta responder en las conclusiones porque ya se ha respondido en el punto 3) ¿Implicaciones de las transacciones a nivel internacional/interfronterizo? ¿Implicaciones de la prohibición en España respecto del resto de países y sistemas regulatorios? ...

## 1.3. Metodología y delimitación del análisis

- Metodología: análisis jurídico, doctrinal y de derecho comparado.
- Delimitación: derecho español, derecho comparado e interés del marco regulatorio (introducir los sistemas que se eligen para comparar y el interés de cada uno – de manera más general, ya que ya se explicará también en la segunda parte).

## 2. ANÁLISIS DEL MARCO NORMATIVO EN ESPAÑA

### 2.1. Concepto de asistencia financiera en derecho español

- Definición y alcance
- La definición es lo que es – con artículos LSC – y como impacta en las LBOs con modificaciones estructurales...
  - \*\* Relación con el principio de protección de integridad del capital social/protección del patrimonio (mencionar y breve explicación: forma parte el punto II.3 sobre razones de la prohibición...)
  - Elementos que identificar en la asistencia financiera:
    - Voluntad de asistir financieramente.
    - Adquisición de acciones por parte del Inversor.
    - Relación causal entre asistencia financiera y adquisición de las acciones (asistencia destinada a favorecer o facilitar dicha adquisición)

El legislador español no presenta una definición precisa de lo que se entiende por “asistencia financiera”. Frente a la inseguridad jurídica que esto puede causar, la doctrina trata de completar dicha definición acudiendo a definiciones y conceptos que engloben la idea perseguida por la misma. Muy a su pesar, resulta difícil dar una explicación clara y completa de la expresión de asistencia financiera.

Así las cosas, podemos entender el concepto de “asistencia financiera”, en términos generales, como cualquier tipo de ayuda otorgada por una sociedad para facilitar la adquisición a un tercero de sus propias acciones o participaciones sociales, o incluso las de su sociedad dominante<sup>8</sup> (Torres Morales, pg 42). Se dice que existirá dicha asistencia cuando la sociedad (la *Target*) asume un coste, ya sea real ya potencial, para su propia adquisición<sup>9</sup>.

Desde un punto estructural la asistencia financiera se presenta en forma de una operación triangular (Carretero Pires, 2008)<sup>10</sup>, con dos negocios jurídicos paralelos: (i) el negocio de asistencia financiera propiamente dicho, entre la sociedad *target* y el tercero asistido, y (ii) la adquisición de la sociedad (de las acciones o participaciones sociales), entre el tercero asistido y los socios y/o la sociedad.

En España, por los riesgos que dicha asistencia puede suponer para la sociedad adquirida, el legislador prevé una prohibición general de asistencia financiera, que habrá de tenerse en cuenta a la hora de planificar una operación de adquisición apalancada, o LBO, pues ello supone limitaciones claras a la hora de estructurar su financiación: se prohibirá que una sociedad facilite, ya sea directa o indirectamente, cualquier tipo de apoyo económico-financiero para la adquisición de sus propias acciones.

## 2.2. Marco normativo aplicable en España

- Regulación principal: artículo 143 (para SL) y 150 (para SA) de la Ley de Sociedades de Capital (LSC)
- Prohibición general / conductas prohibidas:
  - (a) Anticipo de fondos;
  - (b) Concesión de préstamos/créditos;
  - (c) Préstamo de garantías;
  - (d) Cláusula de cierre (“ni prestar asistencia financiera”).
- Nexo causal fundamental para que se aplique la prohibición
- Excepciones a la prohibición. En las SA (art 150 LSC):
  - Negocios en favor del personal de la sociedad
  - Operaciones efectuadas por bancos y otras entidades de crédito en las operaciones ordinarias propias de su objeto social
- Posibilidad de “evadir” a la prohibición a través de la operación de fusión apalancada (es legal si se hace de acuerdo con los requisitos del art 42 de RDLME).
  - Artículo 42 Real Decreto-Ley de Modificaciones Estructurales (RDLME) (posible inclusión de la modificación tras la trasposición de la directiva europea de 2023 – anterior art 35 de la Ley sobre modificaciones estructurales) (opción de hacer compra apalancada a través de una SPV (*Special Purpose Vehicle*))

---

<sup>8</sup> Torres Morales, E. (2023). La prohibición de asistencia financiera en las sociedades de capital. Una interpretación flexibilizadora. El notario del siglo XXI: revista del Colegio Notarial de Madrid, (112), 42-47.

<sup>9</sup> Paz-Ares, C. & Perdices Huetos, A. (2003). Los negocios sobre las propias acciones (art. 74-89 de la Ley de Sociedades Anónimas). En R. Uría, A. Menéndez y M. Olivencia (dirs.) *Comentarios al régimen legal de las sociedades mercantiles* (tomo IV vol. 2ºB) (pp. 401-494). Civitas.

<sup>10</sup> Carretero Pires, A. (2008). Prohibición de asistencia financiera: concepto y aplicación a operaciones de adquisición apalancadas. Anuario de la Facultad de Derecho (Universidad de Alcalá), 1, 409-433. <http://hdl.handle.net/10017/6429>

creada por el comprador para luego fusionar con la Target, y se haría entonces un Forward Merger).

### 2.2.1. *Artículo 143 y 150 de la Ley de Sociedades de Capital*

La prohibición de asistencia financiera viene establecida por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (de aquí en adelante, “LSC” o “Ley de Sociedades de Capital”), en sus artículos 143 y 150, en función del régimen aplicable a las sociedades de responsabilidad limitada y anónimas, respectivamente.

En su origen, la prohibición trae causa del artículo 81 de la Ley 19/1989, de 25 de julio de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la comunidad Económica Europea (CEE) en materia de Sociedades<sup>11</sup>, la cual se mantuvo en el artículo 81.1 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas y se encuentra actualmente en el art. 150 LSC:

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

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

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

En el patrimonio neto del balance, la sociedad deberá establecer una reserva equivalente al importe de los créditos anotados en el activo.”

En paralelo, y con régimen considerablemente más estricto (ausencia de excepciones a la prohibición) el régimen aplicable a las sociedades de responsabilidad limitada proviene del artículo 40.5 de la Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada, la cual, salvo por unas breves modificaciones se ha preservado a través del art. 143.2 LSC, que establece: “La sociedad de responsabilidad limitada no podrá anticipar fondos, conceder créditos o préstamos, prestar garantía, ni facilitar asistencia financiera para la adquisición de sus propias participaciones o de las participaciones creadas o las acciones emitidas por sociedad del grupo a que la sociedad pertenezca.”.

### 2.2.2. *Conductas prohibidas*

- La prohibición de asistencia financiera supone asistir a un TERCERO >> qué se entiende por ese tercero
- *lo que se prevee en los arts 143 y 150 y explicación*

En el marco de una LBO, la clave para determinar si existe asistencia financiera prohibida se da si, en el momento en que el financiador (normalmente el banco, o cualquier entidad financiera) compromete sus propios fondos a favor del adquirente, la sociedad target se obliga jurídicamente frente a este otorgado como garantía sus propios activos. Al cuestionar sobre una posible transgresión de dicha prohibición, será determinante la figura sobre la que confían los prestamistas para la devolución del

---

<sup>11</sup> Por la que se traspone la Segunda Directiva 77/91/CEE, de 13 de diciembre de 1976

préstamo: en caso de que el prestatario, en el momento de financiación, ostente derechos sobre los activos de la *Target*, se incurre en dicha prohibición <sup>12</sup> (Alfaro, 2021).

### 2.2.3. *Presupuestos de la prohibición*

“(i) el negocio de financiación por parte de la sociedad y a favor de un tercero (socio o no); (ii) la adquisición de acciones o participaciones de la sociedad-asistente por parte del tercero-asistido; y (iii) el nexo causal entre el negocio de asistencia financiera y el de adquisición, por ser la finalidad de aquella asistencia favorecer o facilitar esa adquisición.”<sup>13</sup>

### 2.2.4. *Excepciones a la prohibición*

#### a. Excepciones “directas”

- Asistir a personal
- Operaciones efectuadas por operaciones a bancos...

#### b. Excepciones indirectas \*

Fusión apalancada. Creación de la spv...

Compraventa mediante la adquisición de activos en lugar de acciones (Carretero Pires, 2017, pg 76) <sup>14</sup>

## 2.3. **Razones y objetivos detrás de la prohibición en España**

- Protección de los acreedores.
- Mantener/resguardar la estabilidad financiera de la sociedad adquirida.
- Riesgos de conflictos de interés y abuso (ej. mantenimiento del equilibrio de las estructuras de decisión)
- Etc.

## 2.4. **Implicaciones prácticas de la prohibición en la estructura de las LBOs**

- Efectos en caso contravención de la prohibición (nulidad de la garantía – art 6.3 CC, multa...). <sup>15</sup>
  - Tener en cuenta la diferencia entre los dos negocios jurídicos que conforman la operación: el de compra – subyacente – y el de financiación – nulo.
- Efectos respecto de la planificación de transacciones.
- *Análisis de casos prácticos relevantes en derecho español*

## 3. ANÁLISIS COMPARADO DEL MARCO NORMATIVO

### 3.1. **Breve introducción de la figura de asistencia financiera en derecho comparado**

- Justificación del porqué de la comparación con otros sistemas y de la elección de los sistemas analizados

<sup>12</sup> Vid. nota (1)

<sup>13</sup> De Vivero de Porras, C. (2024). La prohibición de asistencia financiera en las sociedades de capital: su incumplimiento a la luz de la actual jurisprudencia en España. *Asociación Civil Derecho & Sociedad*, (63). <https://doi.org/10.18800/dys.202402.017>

<sup>14</sup>

<sup>15</sup> [Good papers: cuando se afirma la existencia de asistencia financiera pero no se anula el negocio jurídico que la articula - Almacén de Derecho](#)

- Importancia de las diferencias regulatorias en cuanto a las LBOs

\*\* Incluir respecto de las regulaciones:

- *Diferencias y similitudes clave entre los sistemas analizados*
- *Ventajas e inconvenientes de los distintos sistemas*

### **3.2. Regulación de/en la Unión Europea:**

- Antecedentes: Reino Unido (Trevor v. Whitworth, Companies Act, Informe Greene y Jenkins...) e Italia
  - Sistema español derivado del alemán e inglés (R.U.), sobre todo, e influenciado por el sistema americano (EE.UU.)
- Directiva base
- Análisis de regulaciones interesantes (a elegir 2-3 países entre los siguientes):
  - Alemania (más parecido a España en cuanto a restricciones - aunque siguen siendo más flexibles).
  - Italia (sistema más parecido al nuestro): más flexibles
  - Reino Unido (enfoque pre-brexit) (más permisivo)

### **3.3. Regulación en Estados Unidos**

- Enfoque más permisivo.

### **3.4. Impacto de las diferencias regulatorias en la estructura y financiación de las LBOs**

- En función de lo mencionado en los dos puntos anteriores.

## **4. RACIONALIZACIÓN DEL MARCO REGULATORIO**

### **4.1. Argumentos a favor y en contra de la prohibición**

- Análisis doctrinal y jurisprudencial sobre la necesidad y efectividad de la prohibición.
- Perspectivas desde el derecho económico: eficiencia y protección de intereses.

### **4.2. Propuestas de mejora para la regulación española y su impacto en la práctica mercantil**

- Propuesta personal de reforma:
  - Posibles flexibilidades en la prohibición: ¿lecciones/conclusiones aplicables de otros modelos (en relación con los estudiados previamente)?
- Impacto en el marco normativo español:
  - Efectos potenciales de un cambio regulatorio en el mercado español de LBOs
  - Balance entre la protección de intereses y la promoción de las LBOs.
  - Posibilidad de disminución de las barreras regulatorias para crear un mercado atractivo en el ámbito internacional
- Impacto en la práctica
  - ¿Viabilidad jurídica y económica de reformas sugeridas?
  - Conexión entre la regulación de asistencia financiera y la competitividad económica

## **5. CONCLUSIONES**

### **5.1. Síntesis del análisis**

### **5.2. Reflexiones finales**