



FACULTAD DE DERECHO

LA PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA EN LBO/MLBO: MARCO Y PRÁCTICA

Autor: Miguel García Golmayo

5º E-3 Analytics

Área de Derecho Mercantil

Madrid

Marzo 2026

Índice

LISTADO DE ABREVIATURAS	3
INTRODUCCIÓN	4
CAPÍTULO I. MARCO JURÍDICO DE LA PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA	5
1. NORMATIVA VIGENTE: ARTS. 143 Y 150 LSC Y SU COORDINACIÓN CON EL RDL 5/2023	5
2. FUNDAMENTO Y FINALIDAD DE LA PROHIBICIÓN	8
3. DOCTRINA DE LA DGRN/DGSJFP: calificaciones y resoluciones sobre garantías upstream, préstamos de asistencia y fusiones apalancadas	12
4. JURISPRUDENCIA CLAVE	14
4.1. STS 582/2023, de 20 de abril: pactos de “protección de valor” como asistencia financiera	14
4.2. SAN 3399/2021 (CATAI/Corpfin): garantías de la target en adquisiciones apalancadas	15
4.3. Audiencias Provinciales 2023–2024: recepción del criterio del Tribunal Supremo	17
CAPÍTULO II. PERSPECTIVA PRÁCTICA: ESTRUCTURAS Y OPERACIONES TIPO	18
1. EL LBO CLÁSICO: COMPRA VÍA SPV Y DEUDA DE ADQUISICIÓN	18
1.1. Riesgos de asistencia financiera y mitigación contractual	19
2. EL MLBO (MERGER LBO): “PURGACIÓN” VÍA FUSIÓN	21
2.1. El art. 42 RDL 5/2023 (antes art. 35 LME): la fusión apalancada	21
2.2. Timing, corporate benefit y documentación de solvencia	22
3. EL PAGO APLAZADO EN ADQUISICIONES COMO POSIBLE ASISTENCIA FINANCIERA	23
4. GARANTÍAS INTRAGRUPO: UPSTREAM, DOWNSTREAM Y COLATERALES CRUZADOS	24
4.1. Proporcionalidad y límites	25
4.2. Covenants habituales	25
5. CLÁUSULAS SENSIBLES EN LA PRÁCTICA DE PRIVATE EQUITY	26
5.1. Floor price / make-whole, earn-outs con mínimos y vendor loans	27
5.2. Comfort letters	28

6. TESORERÍA POST-CLOSING: CASH-POOLING Y POLÍTICA DE COMPLIANCE MERCANTIL	29
CAPÍTULO III. LA HIPOTECA POR DEUDA AJENA Y OTRAS UPSTREAM GUARANTEES EN EL LBO	31
1. CONCEPTO, RIESGOS Y UTILIDADES EN EL CONTEXTO DEL LBO.....	31
2. LA STS 190/2025: CLAVES, LÍMITES Y ESTÁNDAR DE NULIDAD.....	33
3. LECTURA CRÍTICA COMPARADA: STS 190/2025 Y STS 582/2023	36
4. PROPUESTA DE ESTÁNDAR APLICATIVO: TEST DE PROPORCIONALIDAD Y SAFE HARBORS DOCUMENTALES	38
CONCLUSIONES	42
BIBLIOGRAFÍA	44
1. LEGISLACIÓN	44
2. JURISPRUDENCIA	45
3. OBRAS DOCTRINALES	46
4. RECURSOS DE INTERNET	48

LISTADO DE ABREVIATURAS

AP — Audiencia Provincial

art. — artículo

arts. — artículos

BOE — Boletín Oficial del Estado

CC — Código Civil (Real Decreto de 24 de julio de 1889)

cfr. — *confer* (compárese)

DGSJFP — Dirección General de Seguridad Jurídica y Fe Pública

DGRN — Dirección General de los Registros y del Notariado

ECLI — European Case Law Identifier

FJ — Fundamento Jurídico

ibid. — *ibidem*

LBO — *Leveraged Buyout* (adquisición apalancada)

LME — Ley de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles

LSC — Ley de Sociedades de Capital (Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio)

MLBO — *Merger Leveraged Buyout* (adquisición apalancada con fusión posterior)

op. cit. — *opere citato* (obra citada)

p. / pp. — página / páginas

PE — *private equity*

RDL — Real Decreto-ley

RDGSJFP — Resolución de la Dirección General de Seguridad Jurídica y Fe Pública

SAN — Sentencia de la Audiencia Nacional

SAP — Sentencia de la Audiencia Provincial

SPV — *Special Purpose Vehicle* (sociedad vehículo)

STS — Sentencia del Tribunal Supremo

TC — Tribunal Constitucional

TS — Tribunal Supremo

vid. — *vide* (véase)

INTRODUCCIÓN

Las adquisiciones apalancadas (*Leveraged Buyouts* o LBO) y su variante con participación del equipo directivo (*Merger Leveraged Buyouts* o MLBO) son algunas de las operaciones más sofisticadas del Derecho Mercantil contemporáneo. Su lógica es conocida: una sociedad vehículo (*Special Purpose Vehicle* o SPV) adquiere el control de la sociedad objetivo (*target*) financiando el precio de adquisición con deuda. Esa deuda es soportada, directa o indirectamente, por la propia *target*. Este esquema, habitual en el sector del *private equity*, entra en colisión frontal con uno de los pilares clásicos del Derecho de sociedades de capital: la prohibición de asistencia financiera recogida en los artículos 143 y 150 de la Ley de Sociedades de Capital (LSC).¹

La tensión entre la práctica legítima de las adquisiciones apalancadas y la prohibición de asistencia financiera no es nueva, pero sí lo es su intensidad. En los últimos años, el Tribunal Supremo ha adoptado posiciones de notable calado: primero, la STS 582/2023, de 20 de abril, calificó los pactos de protección de valor como asistencia financiera prohibida, confirmando que las modalidades de prestación de la asistencia son *numerus apertus*. Y, más recientemente, la STS 190/2025, de 6 de febrero, matizó el estándar de nulidad aplicable a las hipotecas constituidas por deuda ajena en el contexto de una adquisición apalancada. A ello se suma el artículo 42 del Real Decreto-ley 5/2023, que regula por primera vez la denominada fusión apalancada con vocación de aportar seguridad jurídica a una figura debatida desde hace décadas.²

Es en este contexto donde este trabajo encuentra su justificación. El objetivo es analizar la prohibición de asistencia financiera desde una perspectiva práctica, estudiando su articulación en el Derecho español y su aplicación concreta en las operaciones de LBO y

¹ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio (BOE de 3 de julio de 2010). *Cfr.* Sanz Bayón, P. y Palomero Benazerraf, A., “Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas”, *Aranzadi Civil-Mercantil*, vol. 2, n.º 3, 2013, p. 70.

² Jiménez López, L. y Daza González, P., “La fusión apalancada como negocio que purga la prohibición de asistencia financiera”, *Actualidad Jurídica Uria Menéndez*, n.º 62, 2023, pp. 36-51; Bonmatí Collado, P. y de Benito Lobo, L., “Novedades en materia de asistencia financiera: STS 582/2023”, *ibid.*, pp. 112-119.

MLBO. No se trata, por tanto, de un estudio exclusivamente teórico. Se persigue identificar los límites reales de la prohibición, examinar las estructuras contractuales que la práctica de los mercados ha desarrollado para mitigar el riesgo de infracción, y ofrecer una lectura crítica de la jurisprudencia más reciente.³

La metodología empleada es dogmático-práctica. El análisis parte de la legislación nacional y europea —en particular la Directiva (UE) 2017/1132, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, y los artículos 143 y 150 LSC—. Se analiza también la jurisprudencia del Tribunal Supremo, la doctrina de la DGSJFP y la de las Audiencias Provinciales. Se emplea también bibliografía especializada, incluyendo monografías, artículos de revistas jurídicas y publicaciones de despachos de referencia en Derecho mercantil y *private equity*.⁴

El trabajo se estructura en tres capítulos. El primero analiza el marco jurídico de la prohibición: su fundamento y finalidad, su ámbito objetivo y subjetivo, y la doctrina de la DGRN/DGSJFP y jurisprudencial más relevante. El segundo aborda la perspectiva práctica, examinando las principales estructuras de LBO y MLBO y las cláusulas contractuales más sensibles desde el punto de vista de la asistencia financiera. El tercero se centra en la hipoteca por deuda ajena y otras *upstream guarantees* en el LBO, con especial atención a la STS 190/2025 y su lectura comparada con la STS 582/2023, proponiendo al final un estándar aplicativo de proporcionalidad. El trabajo concluye con unas conclusiones que pretenden sintetizar los criterios aplicables y ofrecer algunas recomendaciones para la práctica.

CAPÍTULO I. MARCO JURÍDICO DE LA PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA

1. NORMATIVA VIGENTE: ARTS. 143 Y 150 LSC Y SU COORDINACIÓN CON EL RDL 5/2023

El artículo 150 LSC constituye la norma central del régimen de asistencia financiera en la sociedad anónima. Su apartado primero dispone que la sociedad anónima no podrá anticipar fondos, conceder préstamos, prestar garantías ni facilitar ningún tipo de

³ Sanz Bayón y Palomero Benazerraf, *op. cit.*, p. 72. Sobre el fundamento de la prohibición en la tutela de los acreedores, *vid.* también Vaquerizo Alonso, A., *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Civitas, Madrid, 2003, págs. 230 y ss.

⁴ Directiva (UE) 2017/1132 (DOUE de 30 de junio de 2017). *Vid.* Bayona Giménez, J.J., *La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Aranzadi, 2002; Vaquerizo Alonso, A., *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Civitas, Madrid, 2003.

asistencia financiera para la adquisición de sus acciones o de participaciones o acciones de su sociedad dominante por un tercero. La enumeración legal —anticipo de fondos, préstamo, garantía— es meramente ejemplificativa. La inclusión del inciso residual “ningún tipo de asistencia financiera” revela que el precepto no pretende agotar las modalidades posibles, sino prohibir cualquier negocio que funcional y causalmente sirva para financiar la adquisición. Este carácter de *numerus apertus* ha sido confirmado por la jurisprudencia y es hoy criterio consolidado, como ratificó el Tribunal Supremo en la STS 582/2023, de 20 de abril.⁵

Para que opere la prohibición deben concurrir tres presupuestos estructurales. En primer lugar, un acto o negocio de asistencia de naturaleza financiera, esto es, que suponga una ventaja patrimonial para el adquirente. En segundo lugar, que esa asistencia sea prestada por la sociedad cuyas acciones o participaciones se pretende adquirir —o por su filial o dominante—. En tercer lugar, que exista un nexo causal entre la asistencia prestada y la adquisición: la asistencia debe ser instrumentalmente funcional a la adquisición. De este modo, sin ella el negocio de adquisición no se hubiera realizado o se hubiera realizado en condiciones sustancialmente distintas. La doctrina ha sistematizado estos elementos con detalle. Barea Martínez distingue tres elementos integrantes del concepto de asistencia financiera. El primero es el elemento subjetivo: la sociedad de capital presta la asistencia y el beneficiario ha de ser un tercero. En supuestos complejos puede no coincidir el beneficiario con el adquirente, dando lugar a la asistencia financiera indirecta. El segundo es el elemento objetivo: la asistencia puede revestir cualquier forma que facilite la adquisición y suponga un detrimento patrimonial o un riesgo para la sociedad asistente. El tercero es el elemento causal y finalista: la asistencia ha de tener como finalidad facilitar a un tercero la adquisición de acciones o participaciones de la sociedad asistente, debiendo existir un vínculo causal entre ambos negocios. La adquisición favorecida debe ser plena, originaria o derivativa, y puede ser posterior, simultánea o anterior al acto de asistencia.⁶ La concurrencia del elemento teleológico —que la asistencia esté dirigida a facilitar la adquisición— es exigida tanto por la literalidad del precepto como por su ratio.

⁵ STS 582/2023, de 20 de abril (ECLI:ES:TS:2023:1592), FD 4.º. *Cfr.* Bonmatí Collado y de Benito Lobo, *op. cit.*, pp. 112-113.

⁶ Barea Martínez, M.T., Cuadernos de Derecho y Comercio, Extraordinario 2015, pp. 334-336. Los tres presupuestos fueron sistematizados en la STS 472/2010, de 20 de julio, y reiterados en la STS 413/2012, de 2 de julio. *Cfr.* Sanz Bayón y Palomero Benazerraf, *op. cit.*, pp. 83-84.

El artículo 150 LSC prevé dos excepciones expresas. La primera excluye de la prohibición los negocios dirigidos a facilitar al personal de la empresa la adquisición de acciones de la propia sociedad o de cualquier otra del mismo grupo. Esta excepción responde a la política de fomento de la participación de los trabajadores en el capital. La segunda exime de la prohibición a las operaciones efectuadas por bancos y demás entidades de crédito en el marco de su actividad ordinaria, siempre que se sufraguen con cargo a bienes libres. En este último caso, el legislador añade una garantía contable: la sociedad debe constituir en el patrimonio neto una reserva equivalente al importe de los créditos anotados en el activo, reforzando así la integridad del capital social.⁷

El régimen de la sociedad de responsabilidad limitada se articula de forma diferenciada en el artículo 143.2 LSC. A diferencia del artículo 150, la prohibición en la sociedad limitada es prácticamente absoluta: no admite las excepciones previstas para la sociedad anónima. Extiende expresamente su ámbito a la adquisición de participaciones o acciones de cualquier sociedad del grupo, y no solo de la dominante. Esta mayor severidad responde a la concepción personalista de la sociedad limitada. No obstante, el artículo 162 LSC permite a la sociedad limitada prestar asistencia financiera para la adquisición de participaciones de otras sociedades del grupo, siempre que medie acuerdo de la junta general. Esta excepción introduce un matiz relevante: la prohibición del artículo 143.2 no es absoluta cuando la junta lo autoriza y la operación no recae sobre participaciones propias. En la práctica, la distinción de régimen entre SA y SL resulta de escasa trascendencia. La inmensa mayoría de las sociedades anónimas operan con estructuras propias de una sociedad limitada, sin accionariado disperso ni cotización. El mantenimiento de un doble régimen carece de justificación material cuando el sustrato económico es idéntico, y debería ser objeto de revisión en una futura reforma de la LSC.⁸

En cuanto a la consecuencia jurídica de la infracción, la LSC guarda silencio. Tanto la doctrina mayoritaria como la jurisprudencia han subsanado esta laguna aplicando el artículo 6.3 del Código Civil. Al tratarse de una norma imperativa, su contravención determina la nulidad de pleno derecho del negocio, con independencia de que hubiera

⁷ Arts. 150.2 y 150.3 LSC. Las tres condiciones acumulativas son analizadas en Sanz Bayón y Palomero Benazerraf, *op. cit.*, pp. 84-85.

⁸ Art. 143.2 LSC. *Cfr.* Sanz Bayón y Palomero Benazerraf, *op. cit.*, p. 80.

sido autorizado por el órgano competente de la sociedad.⁹ La STS 582/2023 confirmó esta lectura.

La coordinación de los artículos 143 y 150 LSC con el Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, se produce en el terreno específico de las fusiones apalancadas. El artículo 42 del RDL 5/2023 —sucesor del antiguo artículo 35 de la Ley 3/2009 de Modificaciones Estructurales— regula un supuesto específico. Se aplica cuando alguna de las sociedades participantes en una fusión hubiera contraído deudas en los tres años anteriores —plazo heredado de la regulación anterior sin especial justificación sustantiva— para adquirir el control de otra que participe en la operación. En ese caso, el precepto impone un refuerzo de los deberes de transparencia: el informe de los administradores debe justificar las razones que motivaron la adquisición y la fusión posterior, con un plan económico y financiero. Y el informe de los expertos independientes debe emitir un juicio sobre la razonabilidad de esas indicaciones.¹⁰

La novedad más significativa del artículo 42 RDL 5/2023 es la eliminación de la exigencia de que el experto independiente se pronuncie sobre si existe o no asistencia financiera en la operación. Esta supresión responde a la convicción, consolidada en la doctrina, de que las fusiones apalancadas disponen de su propio régimen de tutela de socios y acreedores y que dicho juicio jurídico constituía una exigencia perturbadora y de incierto alcance. El legislador no legaliza sin más las fusiones apalancadas —la cuestión de si la estructura vulnera los artículos 143 y 150 LSC sigue siendo autónoma—. Refuerza, sin embargo, la tesis de que la fusión posterior puede operar como mecanismo de purgación de los riesgos de asistencia financiera, al consolidar los patrimonios de la SPV y la target en una única sociedad y eliminar así la estructura bilateral que constituía el origen del problema.¹¹²

2. FUNDAMENTO Y FINALIDAD DE LA PROHIBICIÓN

La prohibición de asistencia financiera es uno de los pilares clásicos del Derecho de sociedades de capital. Su configuración normativa responde a una finalidad preventiva: impedir que el patrimonio social sea instrumentalizado para beneficiar al adquirente en

⁹ La nulidad de pleno derecho por *infracción* de los arts. 143 y 150 LSC, vía art. 6.3 CC, es la consecuencia ordinaria. STS 582/2023, FD 5.º. Cfr. Bonmatí Collado y de Benito Lobo, *op. cit.*, p. 117.

¹⁰ Art. 42.1, apartados 2.º y 3.º, del RDL 5/2023, de 28 de junio (BOE de 29 de junio de 2023). *Vid.* Jiménez López y Daza González, *op. cit.*, p. 40.

¹¹ Cfr. Álvarez Royo-Villanova, S., “La nueva regulación de las modificaciones estructurales”, *El Notario del Siglo XXI*, n.º 111, 2023; Roncero Sánchez, A., “Ámbito de la exigencia del informe de expertos independientes en fusiones apalancadas”, *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º 35, 2010, pp. 260-264.

¹² Jiménez López y Daza González, *op. cit.*, pp. 44-46.

detrimento de los acreedores y de la integridad del capital. En términos estructurales, la prohibición se inserta en el sistema de garantías que pretenden preservar la solvencia de la sociedad frente a operaciones que puedan vaciarla de contenido.¹³

Desde una perspectiva sistemática, la prohibición de asistencia financiera no puede interpretarse de forma aislada. Queda enmarcada en la regulación de los negocios sobre las propias acciones. De este modo, su fundamento se nutre del mismo principio que inspira esa disciplina: la preservación de la correspondencia entre capital social y patrimonio social.¹⁴ El capital social cumple una doble función. En primer lugar, una función organizativa, que determina la estructura de participación de los socios. En segundo lugar, una función de garantía, que representa una base patrimonial indisponible frente a terceros. Desde esta segunda perspectiva, permitir que la sociedad financie la adquisición de sus propias participaciones supondría autorizar una devolución encubierta de aportaciones, eludiendo los requisitos legales previstos para la reducción de capital o la distribución de dividendos.¹⁵

La prohibición responde también a una lógica de neutralidad en el tráfico mercantil. Si la sociedad pudiera intervenir financieramente en la adquisición de sus propias acciones, se alteraría el equilibrio entre potenciales adquirentes. Esto es, se favorecería artificialmente a determinados compradores, comprometiendo la igualdad de trato. Esto es especialmente relevante en contextos de cambio de control, donde la financiación disponible puede ser decisiva para el resultado de la operación. En este sentido, un importante sector doctrinal ha identificado el riesgo de que la asistencia financiera sea empleada por los administradores para configurar a su conveniencia la composición del accionariado. Se facilita la entrada de personas próximas a ellos y comprometiendo la neutralidad que debe presidir su actuación.¹⁶

La doctrina ha identificado tres riesgos que la prohibición pretende neutralizar. El primero es de naturaleza organizativa: los administradores podrían utilizar los fondos sociales para asegurar su posición en la junta, facilitando la adquisición de acciones a personas que se

¹³ Moralejo Menéndez, I., “Comentario al art. 150 LSC”, en Rojo, A. y Beltrán, E. (Coords.), *Comentarios a la Ley de Sociedades de Capital*, Civitas, Madrid, 2011, pág. 1153.

¹⁴ Cfr. Sanz Bayón y Palomero Benazerraf, *op. cit.*, p. 78. En el mismo sentido, Vaquerizo Alonso, *op. cit.*, pág. 230.

¹⁵ Cfr. Trías Sagnier, M., “La problemática de asistencia financiera”, en Trías Sagnier (Coord.), *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España*, Marcial Pons, Madrid-Barcelona, 2006, pág. 160.

¹⁶ Cfr. García-Cruces González, J.A., “Comentario al art. 81 LSA”, en Arroyo, I. y Embid Irujo, J.M. (Coords.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, vol. I, Tecnos, Madrid, 2001, pág. 810.

comprometan a apoyar su gestión. El segundo es de carácter patrimonial: la target arriesga su patrimonio para que la adquirente tome su control, comprometiendo la capacidad de atender las obligaciones frente a los acreedores preexistentes y exponiendo a la sociedad al concurso. El tercero, de menor relevancia en el contexto de las sociedades no cotizadas, se refiere a la posibilidad de que la asistencia financiera sea empleada con fines especulativos en los mercados de valores, estimulando artificialmente la demanda de acciones de la propia sociedad.¹⁷¹⁸¹⁹

El origen normativo de la prohibición se remonta al Derecho europeo de sociedades. Concretamente, a la Segunda Directiva 77/91/CEE, del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, tendente a coordinar las garantías exigidas a las sociedades anónimas, hoy refundida en la Directiva (UE) 2017/1132, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017. La finalidad de la previsión europea era evitar prácticas abusivas detectadas en algunos ordenamientos nacionales, en particular el uso de estructuras financieras complejas para eludir los límites a la devolución de aportaciones. La norma comunitaria tenía su precedente más directo en el Derecho británico, pionero en la regulación de esta figura, cuya influencia se trasladó al Derecho continental a través del proceso de armonización.²⁰

El legislador español incorporó la prohibición mediante 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. Posteriormente fue consolidada en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas y, finalmente, en la Ley de Sociedades de Capital aprobada por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio. En la actualidad, el régimen se articula de forma diferenciada según el tipo social: el artículo 150 LSC para las sociedades anónimas y el artículo 143.2 LSC para las sociedades de responsabilidad limitada.²¹

¹⁷ Vid. Vázquez Cueto, J.C., *Régimen Jurídico de la Autocartera*, Marcial Pons, Madrid, 1995, pág. 481; Sanz Bayón y Palomero Benazerraf, *op. cit.*, pp. 73-74.

¹⁸ Sánchez-Calero Guilarte, J. y Fernández Torres, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso”, *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, UCM, n.º 2011/38, págs. 36-49.

¹⁹ Cfr. Vázquez Cueto, *op. cit.*, pág. 482; Fernández del Pozo, L., “Revisión crítica de la prohibición de asistencia financiera en la adquisición de acciones propias”, *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º 7, 1996, pág. 45.

²⁰ Directiva (UE) 2017/1132 (DOUE de 30 de junio de 2017). Cfr. Sanz Bayón y Palomero Benazerraf, *op. cit.*, pp. 73-74.

²¹ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio (BOE de 3 de julio de 2010). La incorporación al Derecho español se operó mediante la Ley 19/1989, de 25 de julio (BOE de 27 de julio de 1989).

Esta dualidad normativa responde a la distinta función económica y grado de apertura al mercado de capitales de cada tipo social. En el caso de la sociedad anónima, el legislador ha optado por una prohibición matizada que admite dos excepciones expresas: los planes de adquisición de acciones por los trabajadores y las operaciones realizadas por entidades de crédito en el marco de su actividad ordinaria. Estas excepciones muestran que lo verdaderamente relevante no es la mera existencia de una ayuda financiera, sino su impacto negativo sobre la integridad patrimonial. En la sociedad limitada, en cambio, la prohibición es prácticamente absoluta, reflejo de su concepción personalista, y se extiende expresamente a la adquisición de participaciones o acciones de cualquier sociedad del grupo.²²

Desde el punto de vista funcional, la asistencia financiera puede adoptar múltiples formas. Esto ha obligado a la doctrina y a la jurisprudencia a desarrollar un enfoque sustantivo, centrado en la función económica real del negocio y no en su mera apariencia formal. Quedan comprendidos no solo los préstamos o garantías directas, sino cualquier estructura que suponga que la sociedad asume el coste o el riesgo de financiar su propia adquisición. Quedan incluidos préstamos en cadena, estructuras mediante sociedades interpuestas, operaciones *back-to-back* o asunción por la sociedad de obligaciones que corresponderían al comprador.²³ La amplitud de la prohibición obedece precisamente a su finalidad preventiva: evitar que mediante construcciones jurídicas sofisticadas se eluda la norma.

No obstante, la aplicación rígida de la prohibición ha generado una tensión permanente con la práctica mercantil. En particular, con las adquisiciones apalancadas, en las que la deuda contraída para financiar la adquisición suele ser refinanciada o asumida, directa o indirectamente, por la sociedad adquirida. Esta tensión explica la evolución interpretativa que se analizará en los epígrafes siguientes y la reciente reforma operada por el Real Decreto-ley 5/2023, cuyo artículo 42 pretende articular un marco más claro para las fusiones apalancadas. En todo caso, conviene advertir desde el inicio que las adquisiciones apalancadas no están prohibidas en sí mismas por el ordenamiento español. La cuestión es si las estructuras empleadas para su ejecución vulneran o no la prohibición

²² Cfr. Moralejo Menéndez, *op. cit.*, pág. 1154. La prohibición más estricta para la SRL (art. 143.2 LSC) no admite las excepciones del art. 150.2.

²³ Paz-Ares, C. y Perdices Huetos, A., “Los negocios sobre las propias acciones”, en Uría, R., Menéndez, A. y Olivencia, M. (Dirs.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Tomo IV, vol. 2.º B, Civitas, Madrid, 2003, págs. 401-402.

de asistencia financiera, lo que exige un análisis casuístico y finalista en cada caso concreto.²⁴

3. DOCTRINA DE LA DGRN/DGSJFP: calificaciones y resoluciones sobre garantías upstream, préstamos de asistencia y fusiones apalancadas

La función calificadora del Registro, tanto Mercantil como de la Propiedad, ha sido el primer filtro de legalidad aplicado a los negocios con riesgo de asistencia financiera en el tráfico ordinario. La DGRN —hoy DGSJFP— ha ido perfilando, a través de sus resoluciones en recursos gubernativos, los contornos de la prohibición antes incluso de que la jurisprudencia del Tribunal Supremo los fijara con la precisión que ha alcanzado en los últimos años.

La resolución de referencia en este ámbito es la RDGRN de 1 de diciembre de 2000, que confirmó la calificación negativa del registrador. Se trataba de una hipoteca otorgada por una sociedad limitada en garantía del precio aplazado de la compraventa de sus propias participaciones entre socios. El Centro Directivo afirmó que el artículo 40.5 LSRL —actual artículo 143.2 LSC— se aplica con independencia de que la garantía hubiera sido aprobada por la junta general. El acuerdo social no puede suprimir la ilicitud de una operación prohibida por norma imperativa. Añadió que el fundamento de la prohibición tutela también a los acreedores frente al riesgo de reducción patrimonial que supondría la eventual ejecución de la garantía.²⁵

Este criterio fue reiterado en la RDGRN de 23 de noviembre de 2012, en un supuesto de mayor complejidad. Se trataba de la aportación a una sociedad en formación de inmuebles hipotecados, valorados por su importe total sin descontar la deuda pendiente, asumiendo la sociedad el préstamo hipotecario a través de un negocio articulado como préstamo a favor del socio aportante. El Centro Directivo calificó la operación como asistencia financiera prohibida para la adquisición originaria de participaciones, concluyendo que existía vinculación causal directa entre el préstamo concedido por la sociedad y la suscripción de participaciones por el socio aportante. Esta resolución pone de manifiesto

²⁴ Sanz Bayón y Palomero Benazerraf, *op. cit.*, p. 81. Sobre la licitud del LBO, *vid.* también Jiménez López y Daza González, *op. cit.*, p. 36.

²⁵ Resolución DGRN de 1 de diciembre de 2000. El Centro Directivo confirmó la calificación negativa al considerar que la prohibición del art. 40.5 LSRL es norma imperativa cuya *infracción* no queda subsanada por el consentimiento social. Citada en RDGSJFP de 23 de abril de 2024 (BOE-A-2024-9792).

la tendencia del Centro Directivo a atender a la función económica real del conjunto de negocios, y no solo a su apariencia formal.²⁶

En el ámbito de las fusiones apalancadas, la doctrina de la DGRN/DGSJFP tuvo que pronunciarse, bajo la vigencia del artículo 35 de la Ley 3/2009, sobre el alcance del informe del experto independiente. La DGRN consolidó la interpretación de que dicho informe debía contener un pronunciamiento sobre si la fusión podía calificarse como asistencia financiera prohibida. Se exige al experto —normalmente un auditor— un juicio jurídico de considerable complejidad. Esta interpretación fue cuestionada por la doctrina, que señaló la inadecuación de atribuir a un experto económico una valoración jurídica de esa naturaleza y la perturbación práctica que generaba. El artículo 42 del RDL 5/2023 suprimió esta exigencia. Se cierra así un debate que había durado más de una década.²⁷

Más recientemente, la RDGSJFP de 23 de abril de 2024 ha actualizado la doctrina de la Dirección General a la luz de la STS 582/2023, cuyo criterio sobre los presupuestos de la prohibición ha incorporado expresamente. La resolución versaba sobre una escritura de liquidación de la sociedad de gananciales con constitución de hipoteca en garantía de un exceso de adjudicación de participaciones sociales. El registrador denegó la inscripción al considerar que el artículo 143.2 LSC prohíbe la asistencia financiera con independencia de si la transmisión de participaciones se produce inter vivos o en sede liquidatoria. Lo relevante es la conexión funcional entre la garantía y el cambio de titularidad. La Dirección General, sin embargo, revocó la calificación al considerar que la liquidación de gananciales no constituye una adquisición en el sentido del artículo 143 LSC, y que la operación quedaba amparada por el artículo 162 LSC.²⁸

Con todo, no toda operación que afecte a la titularidad de participaciones activa la prohibición. Esta misma resolución declaró que la prohibición no se activa en liquidaciones de gananciales. Cuando la adjudicación de participaciones genera un exceso de adjudicación compensado en efectivo, no concurre el nexo causal exigido por el artículo 143.2 LSC: la adjudicación tiene su causa en la liquidación del régimen económico matrimonial, no en un negocio de adquisición de participaciones. Esta

²⁶ Resolución DGRN de 23 de noviembre de 2012. El Centro Directivo declaró que el préstamo al socio aportante con destino a la suscripción de participaciones constituía asistencia financiera para la adquisición originaria.

²⁷ Cfr: Roncero Sánchez, *op. cit.*, pp. 260-264; Jiménez López y Daza González, *op. cit.*, p. 40.

²⁸ Resolución DGSJFP de 23 de abril de 2024 (BOE-A-2024-9792). La resolución sintetiza los criterios de la STS 582/2023 y fija los requisitos de inscripción de garantías en el contexto de LBOs.

matización ilustra la necesidad de no extender la prohibición más allá de su ratio: no todo acto que incidentalmente afecte a la composición accionarial implica asistencia financiera.²⁹

En conjunto, la doctrina de la DGRN/DGSJFP ha contribuido, junto con la intervención notarial como control preventivo de legalidad, a dotar de contenido práctico a la prohibición de los artículos 143 y 150 LSC. Lo ha hecho, primero, extendiendo el control de legalidad al Registro de la Propiedad —que puede negar la inscripción de garantías reales cuando aprecia asistencia financiera prohibida—. Segundo, incorporando en sede calificadora los criterios funcionales y teleológicos elaborados por la doctrina y la jurisprudencia. Y tercero, actuando como bisagra entre las reformas legislativas y su aplicación en el tráfico notarial y registral cotidiano.

4. JURISPRUDENCIA CLAVE

4.1. STS 582/2023, de 20 de abril: pactos de “protección de valor” como asistencia financiera

La STS 582/2023, de 20 de abril, constituye el pronunciamiento más relevante del Tribunal Supremo en materia de asistencia financiera de los últimos años. Su importancia no reside únicamente en la resolución del caso concreto, sino en la sistematización doctrinal que realiza de los presupuestos de la prohibición y en la confirmación expresa del carácter de *numerus apertus* de las modalidades típicas de los artículos 143 y 150 LSC.³⁰

Los hechos del litigio son los siguientes. MCIM Capital, S.L. suscribió con Grupo Ezentis, S.A. un acuerdo de inversión por el que MCIM suscribió íntegramente una ampliación de capital de Ezentis. El acuerdo incluía una cláusula por la que Ezentis se comprometía a compensar a MCIM si la cotización media de las acciones suscritas cayera por debajo de 0,223 euros en el primer aniversario de la inversión, condicionado al mantenimiento de la titularidad durante ese período. Cuando MCIM reclamó el cumplimiento, Ezentis opuso la nulidad de la cláusula por constituir asistencia financiera prohibida. Tanto el Juzgado de lo Mercantil n.º 11 de Madrid como la Audiencia

²⁹ Resolución DGSJFP de 24 de abril de 2024. La resolución diferencia el LBO clásico del supuesto de financiación directa para la adquisición.

³⁰ STS 582/2023, de 20 de abril (ECLI:ES:TS:2023:1592). El comentario doctrinal de referencia es Bonmatí Collado y de Benito Lobo, *op. cit.*, pp. 112-119.

Provincial de Madrid (Sección 28.^a) dieron la razón a Ezentis, y el Tribunal Supremo confirmó esa conclusión desestimando el recurso de casación de MCIM.³¹

La Sala Primera fijó tres criterios de proyección práctica. Primero: la prohibición de los artículos 143 y 150 LSC alcanza a todo acto cuya función sea financiar la adquisición de acciones por un tercero y que comporte para la sociedad algún coste real o potencial, con independencia de la forma jurídica adoptada. El Tribunal consolidó así una interpretación finalista y sustantiva. Segundo: el nexo causal entre la asistencia y la adquisición debe apreciarse en triple sentido —temporal, económico y jurídico—, dado que la compensación era función directa del precio de adquisición y ambas obligaciones se hallaban integradas en un único acuerdo de inversión. Tercero: la contravención de los artículos 143 y 150 LSC —norma imperativa— determina la nulidad de pleno derecho del pacto de asistencia conforme al artículo 6.3 del Código Civil, con independencia de que hubiera sido aprobado por el órgano de administración de la sociedad.³²³³³⁴

La incidencia práctica de la sentencia sobre las operaciones de *private equity* es considerable. Los denominados pactos de *floor price*, *make-whole* o cobertura de rentabilidad mínima —habituales en rondas de inversión— quedan comprometidos si la cláusula está funcionalmente conectada con el negocio de adquisición. Esta cuestión se abordará con detalle en el epígrafe 4.1 del Capítulo II.³⁵

4.2. SAN 3399/2021 (CATAI/Corpfin): garantías de la target en adquisiciones apalancadas

La SAN 3399/2021, de 19 de julio, dictada por la Sección Segunda de la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional (ECLI:ES:AN:2021:3399), es una sentencia de naturaleza tributaria. No obstante, su relevancia para el Derecho de sociedades es considerable. Analiza con detalle la estructura jurídico-mercantil de un LBO con fusión posterior. Además, se pronuncia sobre la licitud de dicha estructura frente a la Administración Tributaria, que había calificado el conjunto del negocio como

³¹ Los antecedentes procesales se describen en la nota de prensa de Cuatrecasas, “Asistencia financiera: cobertura del valor de inversión”. La sentencia de primera instancia fue dictada por el Juzgado de lo Mercantil n.º 11 de Madrid el 21 de noviembre de 2017.

³² Cfr. STS 582/2023, FD 4.º: el análisis funcional no limita la tipología de los actos incluidos.

³³ STS 582/2023, FD 4.º. Cfr. Bonmatí Collado y de Benito Lobo, *op. cit.*, p. 114.

³⁴ STS 582/2023, FD 5.º, con remisión al art. 6.3 CC. Cfr. Bonmatí Collado y de Benito Lobo, *op. cit.*, p. 117.

³⁵ Vid. Leyesyjurisprudencia.com, “Sentencia del Tribunal Supremo 582/2023, de 20 de abril, y asistencia financiera en operaciones de M&A”, enero 2024.

simulación relativa con el propósito de desconocer los efectos fiscales de la fusión apalancada.³⁶

Los hechos son los siguientes. En 2007, el fondo Corpfín Capital adquirió el 100% del capital de Viajes Catai, S.A. a través de la sociedad instrumental Suess-Weaver Spain, S.L., mediante un préstamo sindicado de 49,18 millones de euros concedido por Banco Santander y Banco Espíritu Santo. El mismo pool bancario concedió simultáneamente a Viajes Catai un préstamo de 5 millones de euros. Con cargo a dicho préstamo, Catai distribuyó a Suess-Weaver un dividendo de 13,2 millones de euros, empleado por la instrumental para amortizar parcialmente el tramo puente de la financiación de adquisición. En julio de 2008, Viajes Catai absorbió por fusión inversa a Suess-Weaver, consolidando el pasivo de adquisición en el balance de la sociedad fusionada.³⁷

La Inspección Tributaria calificó el conjunto como simulación relativa, al considerar que los intereses de los préstamos de adquisición no debían ser fiscalmente deducibles en la base imponible del Impuesto sobre Sociedades de Catai tras la fusión. La estructura — préstamo a Catai, distribución de dividendo a Suess-Weaver, amortización del tramo puente— tenía como efecto material que los activos de la target soportaran el coste de adquisición de sus propias acciones, supuesto de asistencia financiera de los artículos 143 y 150 LSC. La Audiencia Nacional rechazó esta calificación. Afirmó que el traslado del coste financiero al patrimonio de la sociedad adquirida es una nota estructural inherente a los LBO, no un indicio de simulación, y que en el caso enjuiciado se habían observado íntegramente los requisitos del artículo 35 de la Ley 3/2009. Concluyó que no cabe apreciar simulación en una operación cuya causa responde a la naturaleza propia de las adquisiciones apalancadas.³⁸

El valor de esta sentencia para el presente trabajo es doble. En primer lugar, confirma la compatibilidad entre la estructura MLBO —con absorción de la SPV por la *target*— y la prohibición de asistencia financiera de los artículos 143 y 150 LSC, siempre que se hayan observado los requisitos del artículo 35 LME. En segundo lugar, ilustra que el riesgo de asistencia financiera puede ser activado por la Administración Tributaria como argumento

³⁶ SAN 3399/2021, de 19 de julio de 2021 (ECLI:ES:AN:2021:3399). Ponente: D. Rafael Villafañez Gallego. Recurso contra la Resolución del TEAC de 4 de diciembre de 2017 (R.G.: 4861/2016), IS ejercicios 2008-2009.

³⁷ Los antecedentes de hecho se describen en los FFJJ 2.º y 3.º de la sentencia.

³⁸ SAN 3399/2021, FJ 6.º. La sentencia remite a la doctrina del Tribunal Supremo sobre la licitud de las fusiones apalancadas.

instrumental en sede de simulación, con consecuencias económicas muy relevantes. Y en tercer lugar, ofrece una descripción judicial detallada de una estructura LBO real — préstamo sindicado, tramo puente, dividiendo intergrupo, fusión inversa— que permite contrastar los esquemas teóricos analizados en el Capítulo II con la práctica efectiva de los fondos de capital riesgo en España.³⁹

4.3. Audiencias Provinciales 2023–2024: recepción del criterio del Tribunal Supremo

La STS 582/2023 no tardó en proyectarse sobre la jurisprudencia menor. Las Audiencias Provinciales la incorporaron con rapidez como parámetro interpretativo de referencia, dotando de mayor coherencia y previsibilidad a la aplicación de los artículos 143 y 150 LSC en sede de instancia. Esta recepción es especialmente visible en dos sentencias de la Audiencia Provincial de Barcelona, dictadas ambas por su Sección 15.^a —la especializada en materia mercantil—, que confirman la vigencia del estándar del Tribunal Supremo. Lo aplican a supuestos distintos del que fue objeto de casación.

La primera es la SAP Barcelona 380/2023, de 15 de junio, que cita expresamente la STS 582/2023 como fundamento de su decisión. Los hechos versaban sobre dos prendas sin desplazamiento constituidas sobre los activos de una sociedad anónima, otorgadas en garantía del precio aplazado de las acciones por el comprador: supuesto clásico de garantía upstream, en el que la sociedad cuyas acciones se transmiten grava su propio patrimonio para asegurar al vendedor el cobro del precio. La Audiencia declaró nulas ambas prendas por vulneración de los artículos 143 y 150 LSC, aplicando el triple presupuesto ya analizado: acto de asistencia, conexión subjetiva y nexo causal finalista entre la garantía y la adquisición. Rechazó además el argumento de abuso de derecho opuesto por la demandada, en línea con el pronunciamiento del Tribunal Supremo en casación.⁴⁰

La segunda sentencia de interés es la SAP Barcelona 477/2023, de 2 de noviembre, también de la Sección 15.^a. En este caso se impugnó una transmisión de participaciones, discutiéndose la validez de las garantías otorgadas en el marco de una operación de adquisición financiada. Aunque con menor desarrollo argumental sobre la asistencia

³⁹ SAN 3399/2021, de 19 de julio de 2021 (ECLI:ES:AN:2021:3399).

⁴⁰ SAP Barcelona (Secc. 15.^a), núm. 380/2023, de 15 de junio de 2023 (ECLI:ES:APB:2023:7249). La sentencia declara la nulidad de dos prendas sobre activos de la SA en garantía del precio aplazado de la adquisición, aplicando los criterios de la STS 582/2023.

financiera que la anterior, la resolución confirma el criterio del carácter funcional y teleológico de la prohibición, sin exigir que la asistencia adopte una forma jurídica tipificada expresamente en la norma.⁴¹

En el plano procesal, estas resoluciones tienen un valor añadido. Muestran que la nulidad de los negocios de asistencia financiera es invocada con creciente frecuencia en procedimientos de impugnación contractual y no solo en el ámbito registral o concursal. Esto genera una dinámica litigiosa que obliga a los operadores jurídicos —en particular a los despachos asesores en operaciones de *private equity* y M&A— a incorporar el análisis de los artículos 143 y 150 LSC como elemento central en la revisión de la documentación contractual de cualquier adquisición apalancada, con independencia de que la estructura se articule o no mediante una fusión posterior.⁴²

CAPÍTULO II. PERSPECTIVA PRÁCTICA: ESTRUCTURAS Y OPERACIONES TIPO

1. EL LBO CLÁSICO: COMPRA VÍA SPV Y DEUDA DE ADQUISICIÓN

La adquisición apalancada en su modalidad clásica responde a una lógica financiera bien definida. Un inversor —habitualmente un fondo de *private equity*— desea adquirir el control de una sociedad objetivo (*target*) sin comprometer la totalidad del precio con recursos propios. Para ello, financia una parte sustancial del precio de compra con deuda externa, obtenida de entidades financiadoras. La nota estructural definitoria del LBO es que esa deuda de adquisición será amortizada, directa o indirectamente, con cargo a los flujos de caja que genere la propia *target*. Esto es, el comprador adquiere la sociedad utilizando como garantía implícita los activos y la capacidad de generación de caja de la misma empresa que compra.⁴³

La estructura societaria habitualmente empleada es la siguiente. El fondo constituye una sociedad de nueva creación —denominada *Special Purpose Vehicle* (SPV) o *NewCo*— que actúa como vehículo de adquisición. La SPV tendrá en su activo las participaciones o acciones de la *target* adquiridas, y en su pasivo la combinación de capital aportado por el fondo y la deuda de adquisición contraída con las entidades financiadoras. Tras el cierre

⁴¹ SAP Barcelona (Secc. 15.^a), núm. 477/2023, de 2 de noviembre de 2023 (ECLI:ES:APB:2023:11898). La sentencia aplica el criterio funcional de la STS 582/2023 a un supuesto de asistencia financiera en SRL.

⁴² Bonmatí Collado y de Benito Lobo, *op. cit.*, pp. 118-119.

⁴³ *Cfr.* Sanz Bayón y Palomero Benazerraf, *op. cit.*, p. 70; Sánchez-Calero Guilarte y Fernández Torres, *op. cit.*, pág. 4.

de la operación, la SPV percibe dividendos de la *target* para atender el servicio de esa deuda. El fondo, por su parte, queda aislado del riesgo de la deuda de adquisición: su exposición queda limitada al capital aportado a la SPV.⁴⁴

La estructura de la deuda de adquisición no es monolítica. En operaciones de tamaño relevante coexisten varios tramos con diferente prelación, coste y plazo. La deuda senior, con menor riesgo y garantías sobre los activos de la *target*, soporta el coste más reducido. La deuda mezzanine, subordinada a la senior en el orden de cobro, tiene un tipo de interés más elevado y, frecuentemente, posibilidad de conversión en participaciones en el capital de la SPV. En operaciones de gran tamaño puede añadirse también deuda en forma de bonos de alto rendimiento. El nivel de apalancamiento típico en un LBO oscila entre el 60% y el 80% del precio total de adquisición, con el capital aportado por el fondo cubriendo el porcentaje restante.⁴⁵

1.1. Riesgos de asistencia financiera y mitigación contractual

La tensión entre la estructura del LBO clásico y la prohibición de los artículos 143 y 150 LSC se produce cuando las entidades financiadoras pretenden asegurar el cobro de la deuda de adquisición. Para ello buscan obtener garantías no solo sobre las acciones de la *target* en manos de la SPV, sino también sobre los activos de la propia *target*. Esta pretensión es comprensible desde la lógica del acreedor: si la capacidad de repago de la deuda descansa en los flujos de caja de la *target*, lo coherente es garantizar el crédito con los activos que generan esos flujos. Sin embargo, es precisamente en ese punto donde se activa la prohibición: la *target* estaría prestando garantías para asegurar el pago de una deuda contraída para adquirir sus propias acciones.⁴⁶

En la práctica, la mitigación de este riesgo se articula a través de tres mecanismos principales. En primer lugar, la estructuración del repago de la deuda exclusivamente mediante distribución de dividendos de la *target* a la SPV. Esta fórmula es, en principio, compatible con los artículos 143 y 150 LSC: la *target* no presta garantías ni asume obligaciones directas frente a los acreedores de la SPV, sino que simplemente distribuye beneficios a su accionista en ejercicio de una política de dividendos ordinaria. El riesgo de calificación como asistencia financiera surge si la política de dividendos se pacta de

⁴⁴ Cfr: Jiménez López y Daza González, *op. cit.*, pp. 37-38; Serrano Acitores, A., *Leveraged buyouts*, Monografía n.º 40 RdS, Thomson Reuters Aranzadi.

⁴⁵ Sanz Bayón y Palomero Benazerraf, *op. cit.*, pp. 70-71.

⁴⁶ Cfr: Sanz Bayón y Palomero Benazerraf, *op. cit.*, p. 82.

forma vinculante con las entidades financiadoras en el contrato de financiación o en documentación *side*. Genera un compromiso de la *target* que va más allá de una distribución voluntaria de resultados.⁴⁷

En segundo lugar, la compartimentación de las garantías. Las entidades financiadoras aceptan limitar sus garantías a la prenda sobre las participaciones de la *target* en manos de la SPV y a la cesión de los derechos económicos derivados de esas participaciones — dividendos, derechos de suscripción preferente, precio de desinversión—. Este esquema no implica que la *target* grave su propio patrimonio. Por ello, queda, en principio, al margen de la prohibición. Su debilidad desde la perspectiva del acreedor es evidente: si la *target* deteriora su valor, la garantía se deprecia sin que el acreedor pueda ejecutar directamente sobre sus activos operativos.⁴⁸

En tercer lugar, la fusión posterior de la SPV con la *target*, que transforma la estructura bilateral en una única sociedad que asume en su balance la totalidad del pasivo de adquisición. Esta solución —el denominado MLBO— elimina el riesgo de asistencia financiera de raíz al hacer desaparecer la separación subjetiva entre la sociedad financiada y la sociedad adquirida. Es objeto de análisis específico en el epígrafe siguiente.⁴⁹

Más allá de las garantías en sentido estricto, la práctica contractual ha desarrollado un conjunto de obligaciones de la *target* frente a las entidades financiadoras —los denominados covenants— que merecen atención desde la perspectiva de la asistencia financiera. Los covenants financieros obligan a la *target* a mantener determinados ratios de endeudamiento o cobertura del servicio de la deuda. Los covenants negativos limitan su capacidad para contraer nueva deuda, distribuir dividendos o enajenar activos sin autorización del acreedor. Cuando estos covenants son asumidos directamente por la *target* en el contrato de financiación, referidos a la deuda de adquisición de la SPV, pueden calificarse como asistencia financiera indirecta. Este riesgo obliga a los asesores legales a revisar con atención la atribución subjetiva de cada obligación en la documentación de financiación.⁵⁰

⁴⁷ Cfr: Sanz Bayón y Palomero Benazerraf, *op. cit.*, pp. 87-88.

⁴⁸ Cfr: Sanz Bayón y Palomero Benazerraf, *op. cit.*, p. 86.

⁴⁹ Jiménez López y Daza González, *op. cit.*, pp. 44-46.

⁵⁰ Sanz Bayón y Palomero Benazerraf, *op. cit.*, p. 88.

2. EL MLBO (MERGER LBO): “PURGACIÓN” VÍA FUSIÓN

El MLBO —*Merger Leveraged Buyout*— es una variante del LBO clásico en la que la estructura bilateral SPV/*target* se elimina mediante una fusión posterior entre ambas sociedades. El resultado es que la sociedad fusionada absorbe en su balance la deuda de adquisición que hasta ese momento pesaba sobre la SPV, pasando a amortizarla directamente con sus propios flujos de caja y activos. Desde una perspectiva económica, la consecuencia es la misma que en el LBO clásico: los activos de la *target* terminan respondiendo del coste de su propia adquisición. La diferencia es que, a través de la fusión, esa consecuencia se produce por la vía de la sucesión universal propia de la modificación estructural y no mediante la constitución de garantías directas por la *target* a favor de los acreedores de la SPV.⁵¹

Esta distinción tiene relevancia jurídica central. La doctrina mayoritaria sostiene que la fusión apalancada no constituye, en sí misma, asistencia financiera prohibida. La asistencia financiera requiere un negocio jurídico bilateral de causa financiera —préstamo, garantía, anticipo— mediante el cual la sociedad presta ayuda al adquirente. La fusión, en cambio, es un negocio de modificación estructural sujeto a su propio régimen de tutela. La consolidación del pasivo de adquisición en el balance de la sociedad fusionada es consecuencia legal de la sucesión universal, no un acto de disposición patrimonial a favor del adquirente. Este razonamiento —que la fusión apalancada purga la prohibición de asistencia financiera— es hoy la posición predominante en la doctrina española y ha recibido respaldo implícito del legislador a través del artículo 42 del RDL 5/2023.⁵²⁵³

2.1. El art. 42 RDL 5/2023 (antes art. 35 LME): la fusión apalancada

El artículo 42 del RDL 5/2023 regula las especialidades aplicables a las fusiones en las que alguna de las sociedades participantes hubiera contraído deudas en los tres años inmediatamente anteriores para adquirir el control de otra que participe en la operación de fusión, o para adquirir activos de la misma que sean esenciales para su normal explotación o que sean de importancia por su valor patrimonial. El ámbito de aplicación

⁵¹ Sánchez-Calero Guilarte y Fernández Torres, *op. cit.*, pág. 5.

⁵² Alfaro Águila-Real, J., “Alegación abusiva de la existencia de asistencia financiera prohibida”, *Derecho Mercantil España*, febrero 2025, disponible en <https://derechomercantiles.espana.blogspot.com/2025/02/alegacion-abusiva-de-la-existencia-de.html>. (última consulta: 15/03/2026)

⁵³ Jiménez López y Daza González, *op. cit.*, pp. 44-46; Sánchez-Calero Guilarte y Fernández Torres, *op. cit.*, pág. 11.

de la norma queda así delimitado por tres elementos. El primero es temporal —los tres años anteriores a la fusión—, un elemento causal —la deuda debe haber sido contraída para adquirir el control o activos esenciales— y un elemento subjetivo —la deudora y la adquirida deben ser ambas parte de la operación de fusión—. ⁵⁴

El precepto impone dos obligaciones de transparencia reforzada. El informe de los administradores sobre el proyecto de fusión debe justificar las razones de la adquisición apalancada y la fusión posterior. Incluirá un plan económico y financiero que acredite la suficiencia de los recursos de la sociedad resultante para atender el servicio de la deuda de adquisición. El informe de los expertos independientes debe emitir un juicio sobre la razonabilidad de esas indicaciones. A diferencia de su precedente —el artículo 35 LME—, el artículo 42 no exige ya que el informe pericial determine si existe o no asistencia financiera. Se cierra así el debate sobre la competencia del experto para emitir ese juicio jurídico y confirmando que el régimen del artículo 42 opera con independencia del análisis que pueda hacerse al amparo de los artículos 143 y 150 LSC. ⁵⁵

2.2. Timing, corporate benefit y documentación de solvencia

La aplicación práctica del artículo 42 RDL 5/2023 plantea tres cuestiones. La primera es el timing de la fusión. El precepto fija en tres años el plazo dentro del cual la deuda de adquisición debe haberse contraído para que la fusión quede sujeta al régimen especial. Este plazo no limita la licitud de la fusión, sino que determina la aplicación del régimen reforzado de transparencia: informes especiales de administradores y expertos. Si la fusión se produce más de tres años después del cierre del LBO, no se activa el artículo 42. No obstante, la deuda de adquisición siga pendiente de amortización. En la práctica, las fusiones apalancadas se acuerdan habitualmente dentro de ese plazo —a menudo en unidad de acto con el propio cierre del LBO, como sucedió en el caso Catai/Corpfin— para materializar cuanto antes los beneficios fiscales y operativos de la consolidación. ⁵⁶

La segunda cuestión es el corporate benefit de la fusión para la target. Aunque el artículo 42 RDL 5/2023 no lo exige expresamente, la doctrina subraya que la fusión debe responder a una causa comercial real y no exclusivamente a la conveniencia del fondo de

⁵⁴ Art. 42.1 del RDL 5/2023, de 28 de junio (BOE de 29 de junio de 2023). *Cfr.* Jiménez López y Daza González, *op. cit.*, pp. 39-40.

⁵⁵ La supresión es valorada positivamente en Jiménez López y Daza González, *op. cit.*, p. 40; y en Álvarez Royo-Villanova, *op. cit.* (nota 23 *supra*).

⁵⁶ *Cfr.* Ramón y Cajal Abogados, “El nuevo marco jurídico en materia de modificaciones estructurales”, 2023.

trasladar el coste financiero de la adquisición al balance de la sociedad adquirida. La identificación del corporate benefit —sinergias operativas, reducción de costes, mejores condiciones de financiación— no es solo una exigencia de buena gobernanza. Es también una garantía frente a impugnaciones basadas en el abuso de posición de control o en el perjuicio a los acreedores de la target.⁵⁷

La tercera cuestión es la documentación de solvencia. El plan económico y financiero que exige el informe de administradores debe acreditar que la sociedad resultante de la fusión podrá atender el servicio de la deuda de adquisición sin comprometer su viabilidad. En la práctica, este documento suele incluir proyecciones financieras a varios años, análisis de sensibilidad ante escenarios adversos y, en ocasiones, un informe de solvencia específico elaborado por un asesor financiero independiente. La calidad de esta documentación es determinante no solo para la autorización de la escritura pública y la posterior inscripción de la fusión en el Registro Mercantil, sino también para la defensa de la operación frente a eventuales impugnaciones por parte de acreedores disidentes.⁵⁸

3. EL PAGO APLAZADO EN ADQUISICIONES COMO POSIBLE ASISTENCIA FINANCIERA

En las adquisiciones de participaciones sociales, el aplazamiento del precio de compra puede constituir una forma de asistencia financiera prohibida. El supuesto se produce cuando la propia sociedad target, o una sociedad de su grupo, asume directa o indirectamente la obligación de financiar el pago aplazado. Este riesgo es particularmente frecuente en operaciones de compraventa en conglomerados, donde la complejidad de la estructura puede dificultar la identificación del nexo causal. La cuestión no ha generado doctrina de la DGRN/DGSJFP ni jurisprudencia específica, pero se resuelve en la práctica notarial. El notario, como primer filtro de control de legalidad, debe denegar la autorización de la escritura pública cuando aprecie que el aplazamiento encubre una asistencia financiera prohibida. En particular, cuando la sociedad cuyas participaciones se transmiten presta garantías sobre sus propios activos para asegurar el cobro del precio aplazado, la operación presenta los tres presupuestos de los artículos 143 y 150 LSC. La falta de resoluciones sobre este supuesto no debe interpretarse como ausencia de riesgo, sino como consecuencia de que la intervención notarial preventiva evita que estas

⁵⁷ Cfr. Jiménez López y Daza González, *op. cit.*, pp. 47-48; Sánchez-Calero Guilarte y Fernández Torres, *op. cit.*, págs. 20-22.

⁵⁸ Sánchez-Calero Guilarte y Fernández Torres, *op. cit.*, págs. 20-22; Jiménez López y Daza González, *op. cit.*, pp. 47-48.

operaciones accedan al Registro. Este supuesto pone de manifiesto, además, la escasa justificación práctica de la distinción entre el régimen de la SA y el de la SL: el aplazamiento del precio opera de forma idéntica con independencia del tipo social, y las consecuencias de la prohibición son las mismas.

4. GARANTÍAS INTRAGRUPRO: UPSTREAM, DOWNSTREAM Y COLATERALES CRUZADOS

Las garantías intragrupo son uno de los instrumentos más habituales en la financiación de adquisiciones apalancadas y, al mismo tiempo, uno de los focos de mayor riesgo desde la perspectiva de la prohibición de asistencia financiera. Su proliferación responde a una necesidad práctica: las entidades financiadoras que conceden la deuda de adquisición a la SPV exigen, siempre que sea posible, que las garantías se extiendan más allá del perímetro de la propia SPV y alcancen a los activos del grupo adquirido. Para ello se sirven de tres tipologías que conviene distinguir con precisión.

Las garantías upstream son las que una sociedad filial presta en beneficio de su dominante o de la deuda de adquisición contraída por esta. En el contexto del LBO, el supuesto típico es el de la target —o sus filiales— que constituyen prendas sobre sus activos o avalan las obligaciones de la SPV: son las de mayor riesgo de asistencia financiera. La target grava su propio patrimonio para asegurar el pago de la deuda destinada a su adquisición. Las garantías downstream, prestadas por la dominante en beneficio de sus filiales, tienen menor relevancia práctica desde la perspectiva de la asistencia financiera. Los colaterales cross-stream o garantías cruzadas son los otorgados entre sociedades hermanas —del mismo nivel en la estructura del grupo— sin relación de dependencia jerárquica entre sí.⁵⁹

Esta distinción no es solo terminológica. Tiene consecuencias jurídicas directas. Solo las garantías *upstream* y, en ciertos casos, las *cross-stream* activan el riesgo de asistencia financiera en el sentido de los artículos 143 y 150 LSC. Las garantías *downstream* —dominante a favor de filial— no plantean ese riesgo, aunque pueden generar otros problemas desde la perspectiva del deber de lealtad de los administradores y de la protección de los acreedores de la dominante.⁶⁰

⁵⁹ La distinción es sistematizada en Ferrandiz Avendaño, P., “Garantías intragrupo”, *Almacén de Derecho*, mayo 2020; y en Sanz Bayón y Palomero Benazerraf, *op. cit.*, pp. 85-87.

⁶⁰ *Cfr.* Sanz Bayón y Palomero Benazerraf, *op. cit.*, p. 86.

4.1. Proporcionalidad y límites

La práctica jurídica ha desarrollado un estándar de proporcionalidad para evaluar la licitud de las garantías intragrupo en el contexto de la adquisición apalancada. Este estándar, que la doctrina denomina en ocasiones *limitation language* o cláusula de limitación de responsabilidad, opera del siguiente modo. La garantía *upstream* prestada por la *target* o sus filiales quedará limitada en su importe al valor del beneficio que la sociedad garante obtiene de la operación financiada. Esto es, si la financiación no solo sirve para adquirir la *target* sino también para refinanciar deuda preexistente del grupo o para financiar operaciones que benefician directamente a la garante, el importe de la garantía puede justificarse en proporción a ese beneficio propio.⁶¹

Este análisis de proporcionalidad no está expresamente codificado en los artículos 143 y 150 LSC, que no prevé ningún mecanismo de moderación cuantitativa. Sin embargo, la doctrina y la práctica notarial y registral lo han incorporado como criterio interpretativo. Si la garantía solo cubre parcialmente una deuda cuyo objeto excede la mera adquisición de la *target*, el nexo causal entre la garantía y la adquisición se atenúa en esa misma proporción. Este razonamiento, aunque no ha sido objeto de pronunciamiento expreso por el Tribunal Supremo, es coherente con la interpretación teleológica de la norma y con los principios generales del Derecho de grupos de sociedades.⁶²

El límite máximo de la garantía debe quedar siempre dentro del perímetro del patrimonio libre de la sociedad garante. De lo contrario, la garantía infringiría la prohibición de asistencia financiera y podría generar responsabilidad para los administradores que la aprobaron. Si la sociedad entra en concurso, habrían comprometido la solvencia de la garante en beneficio del fondo adquirente sin contraprestación equivalente.⁶³

4.2. Covenants habituales

Junto a las garantías en sentido estricto, la documentación de financiación de un LBO incluye habitualmente un conjunto de obligaciones de la *target* —los *covenants*— cuya relación con la prohibición de asistencia financiera merece análisis específico. En términos generales, los *covenants* son compromisos que el prestatario asume frente al

⁶¹ Sobre el *limitation language*, *vid.* Sanz Bayón y Palomero Benazerraf, *op. cit.*, pp. 88-89.

⁶² *Cfr.* STS 582/2023, FD 4.º.

⁶³ Ferrandiz Avendaño, *op. cit.* (nota 59 *supra*); Sánchez-Calero Guilarte y Fernández Torres, *op. cit.*, págs. 36-49.

acreedor para mantener determinados parámetros financieros o para abstenerse de realizar ciertas operaciones sin autorización previa.

En el LBO, la cuestión crítica es la siguiente: cuando estos compromisos son asumidos directamente por la *target* —y no solo por la SPV— en el contrato de financiación, ¿supone esa asunción una forma de asistencia financiera indirecta? La respuesta varía según el contenido concreto del *covenant* y de la posición que ocupa la *target* en la estructura contractual. Si la *target* aparece en el contrato de financiación como deudora solidaria o como garante de las obligaciones de la SPV, la calificación como asistencia financiera es directa. Si, en cambio, los *covenants* se articulan como obligaciones propias de la *target* derivadas de su condición de filial del grupo —sin asumir responsabilidad directa por la deuda de adquisición—, el riesgo se atenúa considerablemente.⁶⁴

Los *covenants* financieros más habituales incluyen la ratio de deuda financiera neta sobre EBITDA, el nivel máximo de endeudamiento, la ratio de cobertura del servicio de la deuda y el importe máximo de inversión en activo fijo. Los *covenants* negativos más frecuentes son la limitación a la distribución de dividendos, la restricción a la enajenación de activos esenciales sin autorización del acreedor y la prohibición de contraer nueva deuda financiera sin su consentimiento. Cuando alguno de estos compromisos es asumido por la *target* en términos que impliquen que su incumplimiento genera una obligación de pago directa a favor del acreedor de la SPV, se produce en la práctica una garantía encubierta que puede calificarse como asistencia financiera prohibida. La correcta atribución subjetiva de cada obligación en la documentación de financiación es una de las tareas de mayor delicadeza técnica para el asesor legal.⁶⁵

5. CLÁUSULAS SENSIBLES EN LA PRÁCTICA DE PRIVATE EQUITY

La prohibición de asistencia financiera no opera exclusivamente en el ámbito de las estructuras societarias y de las garantías reales. Se proyecta también sobre un conjunto de cláusulas contractuales habituales en las operaciones de *private equity* y M&A que, por su función económica, pueden quedar comprendidas en el ámbito de los artículos 143 y 150 LSC. La STS 582/2023 ha ampliado de manera significativa el perímetro de riesgo de estas cláusulas al confirmar que la tipología de los actos de asistencia es *numerus*

⁶⁴ Sanz Bayón y Palomero Benazerraf, *op. cit.*, pp. 87-88; Jiménez López y Daza González, *op. cit.*, pp. 47-48.

⁶⁵ Vid. Auren España, “Qué es un LBO o compra apalancada”, disponible en <https://www.auren.com/es-ES/blog/legal/2022/01/28/lbo-compra-apalancada/>. (última consulta: 15/03/2026)

apertus y que el análisis debe ser siempre funcional y finalista. Este epígrafe examina las figuras de mayor incidencia práctica.

5.1. Floor price / make-whole, earn-outs con mínimos y vendor loans

El floor price o cláusula de precio suelo es el mecanismo por el que la sociedad emisora garantiza al inversor que el valor de las acciones suscritas no caerá por debajo de un umbral mínimo durante un periodo determinado. Asume la obligación de compensar la diferencia si el valor de mercado queda por debajo de ese umbral. Esta es la cláusula que el Tribunal Supremo declaró nula en la STS 582/2023: Ezentis se comprometía a abonar a MCIM la diferencia entre el precio de adquisición —0,223 euros por acción— y su cotización media si esta resultaba inferior al cabo de un año. El Tribunal apreció que esa cláusula trasladaba íntegramente el riesgo económico de la operación al patrimonio de la sociedad emisora.⁶⁶

La lección práctica de la STS 582/2023 en este punto es de alcance considerable. Cualquier cláusula que, con independencia de su denominación, tenga como efecto que la sociedad asegure al adquirente una rentabilidad mínima o le exonere del riesgo de pérdida de valor de las acciones adquiridas estará en el perímetro de la prohibición. Quedan comprendidas, por tanto, no solo los *floor price* en sentido estricto. También quedan incluidos los denominados *make-whole* —cláusulas que aseguran al inversor la recuperación íntegra de su inversión más una rentabilidad predeterminada en caso de amortización anticipada o desinversión— y cualquier mecanismo de retorno garantizado que asuma la sociedad participada.⁶⁷

Los *earn-outs* con mínimos garantizados presentan un perfil de riesgo diferente, aunque igualmente relevante. El *earn-out* es un mecanismo de precio diferido por el que una parte del precio de adquisición queda vinculada al cumplimiento de determinados objetivos financieros de la *target* durante un periodo posterior al cierre. En su versión ordinaria, el *earn-out* no plantea problemas de asistencia financiera: el pago adicional es asumido por el comprador, no por la sociedad adquirida. El riesgo surge cuando la cláusula incorpora un mínimo garantizado que, en caso de no alcanzarse los objetivos, debe ser abonado por la propia sociedad *target* y no por el comprador. En ese supuesto, la sociedad estaría

⁶⁶ STS 582/2023, FD 4.º (ECLI:ES:TS:2023:1592). Vid. CEFISA, “Financial assistance and share value hedging agreement (STS 582/2023)”, disponible en <https://cefisaa.es/en/financial-assistance-and-and-share-value-hedging-agreement-sts-582-2023-20-april/>. (última consulta: 15/03/2026)

⁶⁷ Bonmatí Collado y de Benito Lobo, *op. cit.*, pp. 116-117.

asumiendo un coste directamente vinculado a la adquisición de sus propias participaciones, lo que activa el nexo causal exigido por la norma.⁶⁸

El *vendor loan* —o préstamo del vendedor— es un mecanismo por el que el vendedor de la *target* financia al comprador una parte del precio de adquisición, aplazando su cobro y articulándolo como un crédito a cargo del comprador. En su configuración ordinaria, el *vendor loan* es bilateral —entre vendedor y comprador— sin intervención de la *target*. Por ello, no se plantea el problema de asistencia financiera. El riesgo surge cuando el vendedor exige que la propia *target* —y no solo el comprador— asuma la responsabilidad del préstamo o preste garantías sobre sus activos. En ese caso, la *target* estaría asistiendo financieramente la adquisición de sus propias acciones. La solución práctica es exigir que las garantías del *vendor loan* recaigan exclusivamente sobre el patrimonio del comprador o de la SPV, nunca sobre los activos de la *target*.⁶⁹

5.2. Comfort letters

Las *comfort letters* —cartas de patrocinio— son documentos emitidos por la sociedad dominante de un grupo en favor de los acreedores de sus filiales, mediante los cuales la dominante manifiesta su respaldo o apoyo a la filial sin asumir formalmente la condición de garante. En el contexto del LBO, el uso de *comfort letters* ha sido explorado como alternativa a las garantías *upstream* formales, precisamente para tratar de mantenerse fuera del ámbito de los artículos 143 y 150 LSC.⁷⁰

La cuestión es si una *comfort letter* emitida por la *target* o su dominante en favor de los acreedores de la SPV puede calificarse como asistencia financiera. La respuesta depende, una vez más, del contenido concreto del documento. Las *comfort letters* de mero conocimiento —en las que la sociedad se limita a declarar que conoce la operación de financiación— no implican ningún compromiso patrimonial y quedan, en principio, fuera del ámbito de la prohibición. Las *comfort letters* de mantenimiento —en las que la dominante se compromete a mantener la solvencia de la filial y a no reducir su participación por debajo de un umbral— pueden generar un compromiso patrimonial

⁶⁸ Sanz Bayón y Palomero Benazerraf, *op. cit.*, pp. 90-91.

⁶⁹ Sobre el *vendor loan*, *vid.* Plana Paluzie, À., “STS 582/2023: asistencia financiera en operaciones de private equity y venture capital”, *Leyes y Jurisprudencia (blog de Àlex Plana Paluzie)*, .

⁷⁰ *Cfr.* Sanz Bayón y Palomero Benazerraf, *op. cit.*, pp. 91-92; Trías Sagnier, *op. cit.*, pág. 165.

indirecto que, si está funcionalmente vinculado a la deuda de adquisición, podría ser calificado como asistencia financiera en los términos de la STS 582/2023.⁷¹

En la práctica, el uso de *comfort letters* en el contexto de LBOs ha disminuido como instrumento de mitigación del riesgo de asistencia financiera, precisamente porque la amplitud del criterio funcional fijado por el Tribunal Supremo hace que su eficacia protectora sea incierta. Los asesores legales recomiendan, en general, limitarlas a las modalidades de mero conocimiento y evitar cualquier compromiso patrimonial de la *target* o de sus filiales que pueda ser conectado causalmente con la deuda de adquisición de la SPV.⁷²

6. TESORERÍA POST-CLOSING: CASH-POOLING Y POLÍTICA DE COMPLIANCE MERCANTIL

Una vez cerrada la operación de LBO, la gestión de la tesorería del grupo resultante plantea un conjunto de cuestiones que, aunque con frecuencia son tratadas como cuestiones operativas o fiscales, tienen una dimensión mercantil relevante desde la perspectiva de la prohibición de asistencia financiera. La más significativa es la relativa al *cash pooling* o gestión centralizada de tesorería. El análisis de esta figura pone de manifiesto que el riesgo de asistencia financiera no se extingue con el cierre de la adquisición, sino que puede reactivarse en la fase de gestión ordinaria del grupo si no se articula adecuadamente la política de tesorería.

El cash-pooling es un sistema de centralización de la tesorería de un grupo de sociedades. Los saldos de las cuentas bancarias de las distintas entidades se transfieren periódicamente —normalmente con carácter diario— a una cuenta maestra gestionada por la sociedad que actúa como pooler. Su ventaja principal es la optimización del saldo global del grupo: los excedentes de tesorería de unas sociedades compensan las necesidades de liquidez de otras, reduciendo el coste financiero total. Desde el punto de vista jurídico, las transferencias de saldos generan créditos y débitos recíprocos que, en la práctica, funcionan como préstamos automáticos entre entidades del mismo grupo.⁷³

El riesgo de asistencia financiera en el contexto del *cash-pooling post-closing* se produce cuando la sociedad gestora del sistema es la SPV o la sociedad resultante de la fusión.

⁷¹ Cfr: Bonmatí Collado y de Benito Lobo, *op. cit.*, p. 113.

⁷² Cfr: Jiménez López y Daza González, *op. cit.*, pp. 47-48.

⁷³ Ruiz García, J., “El cash pooling”, *Almacén de Derecho*; Mariscal & Abogados, “Cash pooling”, disponible en <https://www.mariscal-abogados.es/cash-pooling/>. (última consulta: 15/03/2026)

Los flujos de tesorería de la *target* o sus filiales son empleados para atender el servicio de la deuda de adquisición. En ese supuesto, la tesorería generada por la *target* —que es el activo que los acreedores financiaron con la deuda de adquisición— fluye hacia la *pooler* que gestiona esa deuda, sin que exista una separación efectiva entre los flujos de caja operativos de la *target* y el servicio financiero de la adquisición.⁷⁴

La cuestión es si ese flujo de tesorería, articulado mediante el sistema de cash-pooling, constituye asistencia financiera en el sentido de los artículos 143 y 150 LSC. La respuesta doctrinal mayoritaria es negativa cuando el sistema cumple tres condiciones: que las transferencias queden documentadas como préstamos remunerados a tipos de mercado entre las entidades participantes. Que los créditos de las filiales frente a la *pooler* queden registrados contablemente como activos exigibles. Y que la *pooler* mantenga en todo momento la solvencia necesaria para devolver los saldos transferidos cuando las filiales los reclamen. Si se cumplen estas condiciones, la transferencia opera como un crédito intercompañía remunerado, no como una prestación financiera gratuita a favor del acreedor de la deuda de adquisición.⁷⁵

El incumplimiento de alguna de estas condiciones puede generar consecuencias jurídicas severas. En primer lugar, si las transferencias de saldos no están remuneradas a tipos de mercado, pueden calificarse como distribución encubierta de dividendos, infringiendo los artículos 273 y siguientes de la LSC. En segundo lugar, si los créditos de las filiales frente a la *pooler* no quedan registrados como activos exigibles, pueden ser reinterpretados como aportaciones patrimoniales sin contraprestación, con el consiguiente riesgo de rescisión concursal. En tercer lugar, si se acredita que el sistema de cash-pooling tenía como propósito que los activos de la *target* sirvieran de soporte financiero a la deuda de adquisición, el conjunto de la estructura podría ser recalificado como asistencia financiera sobrevenida, con nulidad de los negocios subyacentes.⁷⁶⁷⁷

La gestión de estos riesgos exige una política de compliance mercantil específica para las operaciones de LBO. En la práctica de los fondos de private equity más sofisticados, esta

⁷⁴ Cfr. Sanz Bayón y Palomero Benazerraf, *op. cit.*, pp. 88-89.

⁷⁵ Las tres condiciones de licitud son recogidas en Ruiz García, *op. cit.*; y en Mariscal & Abogados, *op. cit.* (nota 73 *supra*).

⁷⁶ Sobre el riesgo de subordinación concursal, *vid.* Sánchez-Calero Guilarte y Fernández Torres, *op. cit.*, págs. 36-49.

⁷⁷ La distinción entre asistencia financiera originaria y sobrevenida es de apreciación más restrictiva. Cfr. TFG ICADE, “La asistencia financiera en las operaciones de LBO y refinanciación”, disponible en <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/handle/11531/10390>. (última consulta: 15/03/2026)

política incluye tres elementos. Primero, la elaboración de un manual de operaciones intragrupo que regule los préstamos y transferencias de tesorería entre las entidades del grupo, con referencia explícita a los tipos de mercado y a los plazos de devolución. Segundo, la revisión periódica de los saldos intercompañías por los administradores de cada entidad, para detectar desequilibrios que puedan comprometer la solvencia individual. Tercero, la supervisión de que los contratos de financiación no incluyan cláusulas que obliguen a las filiales a transferir tesorería a la pooler con independencia de su propia situación financiera. Ese tipo de cláusula supondría que la filial asume una obligación incondicional a favor del acreedor de la deuda de adquisición.⁷⁸

En definitiva, la fase *post-closing* de una operación de LBO no es jurídicamente neutra desde la perspectiva de la prohibición de asistencia financiera. La correcta estructuración del sistema de *cash-pooling* y la implantación de una política de *compliance* mercantil adecuada son medidas preventivas imprescindibles para evitar que la gestión ordinaria de la tesorería del grupo reactive los riesgos que, en su caso, se mitigaron durante la fase de estructuración de la adquisición.

CAPÍTULO III. LA HIPOTECA POR DEUDA AJENA Y OTRAS UPSTREAM GUARANTEES EN EL LBO

1. CONCEPTO, RIESGOS Y UTILIDADES EN EL CONTEXTO DEL LBO

La hipoteca por deuda ajena —denominada también hipoteca en garantía de deuda ajena o hipoteca del tercero hipotecante no deudor— es aquella en la que el bien hipotecado pertenece a una persona distinta del deudor principal. El hipotecante no deudor grava un inmueble de su titularidad para asegurar el cumplimiento de una obligación que es ajena: si el deudor incumple, el acreedor puede ejecutar la hipoteca sobre el bien del tercero. El hipotecante no deudor responde, pues, con un bien propio de una deuda que no ha contraído, sin quedar personalmente obligado más allá del valor de ese bien.⁷⁹

En el contexto del LBO, la figura adquiere una configuración específica. La sociedad adquirida —la *target*— o alguna de sus filiales actúa como hipotecante no deudora, gravando sus inmuebles en garantía de los préstamos contratados por la SPV para

⁷⁸ Vid. ILP Abogados, “Capital riesgo y asistencia financiera: un par ordenado”, disponible en <https://www.ilpabogados.com/capital-riesgo-y-asistencia-financiera-un-par-ordenado/>. (última consulta: 15/03/2026)

⁷⁹ Cfr. Díez-Picazo, L. y Gullón, A., *Sistema de Derecho Civil*, vol. III, Tecnos, Madrid, 2012, pág. 475; Osborne Clarke, “El Tribunal Supremo afina su enfoque respecto a la prohibición de asistencia financiera”, septiembre 2025.

financiar la adquisición de las propias acciones de la *target*. Se produce así el supuesto más directo y estructuralmente nítido de asistencia financiera: el patrimonio inmobiliario de la sociedad cuyas acciones se adquieren queda vinculado al pago de la deuda contraída para adquirirlas. El acreedor financiero obtiene una garantía real sobre los activos más sólidos de la *target*, que es precisamente lo que busca para asegurar el cobro de una deuda cuya capacidad de repago depende de los flujos de caja de esa misma sociedad.⁸⁰

La utilidad económica para el acreedor es evidente: la hipoteca sobre inmuebles de la *target* proporciona una garantía de primera clase, de ejecución sencilla y valor estable, independiente de la solvencia de la SPV. Para el fondo adquirente, la constitución de esta garantía reduce el coste financiero de la deuda. Los acreedores prestan en mejores condiciones cuando disponen de garantías reales de calidad. En términos financieros, la hipoteca por deuda ajena es el mecanismo más eficiente para trasladar el riesgo crediticio de la adquisición al patrimonio de la sociedad adquirida.⁸¹

Sin embargo, es también el mecanismo que más directamente activa la prohibición de los artículos 143 y 150 LSC. La concurrencia de los tres presupuestos de la norma es, en este supuesto, prácticamente inevitable. En primer lugar, existe un acto de asistencia financiera en sentido estricto: la hipoteca es una garantía real que se integra expresamente entre los actos típicos de los artículos 143 y 150 LSC. En segundo lugar, la asistencia la presta la sociedad cuyas acciones se adquieren. En tercer lugar, el nexo causal es directo e inescindible: la hipoteca se constituye precisamente para garantizar la deuda contraída para adquirir las acciones de la sociedad hipotecante. Los tres elementos aparecen con total transparencia en la estructura del negocio, sin necesidad de recurrir a ningún análisis funcional o teleológico de segundo nivel.⁸²

Los riesgos jurídicos de esta estructura se proyectan en tres planos. En el plano societario, la hipoteca puede ser declarada nula por infracción de los artículos 143 y 150 LSC, con las consecuencias restitutorias derivadas de la nulidad. En el plano concursal, si la *target* entra en concurso de acreedores, la hipoteca puede ser objeto de acción rescisoria si fue constituida en los dos años anteriores a la declaración de concurso y se acredita el perjuicio para la masa activa. En el plano de la responsabilidad de los administradores,

⁸⁰ Cfr: STS 190/2025, FJ 2.º: Hotel El Hórreo fue la *target*, los hipotecantes no deudores sus socios mayoritarios.

⁸¹ Cfr: Sanz Bayón y Palomero Benazerraf, *op. cit.*, pp. 85-86.

⁸² Los tres presupuestos son aplicados en la STS 413/2012, de 2 de julio, y confirmados en la STS 582/2023, FD 4.º.

quienes aprobaron la constitución de la hipoteca en nombre de la *target* pueden incurrir en responsabilidad frente a los acreedores sociales si la ejecución de la garantía compromete la solvencia de la sociedad.⁸³

Con todo, la figura no ha desaparecido de la práctica. La vía más habitual consiste en vincular formalmente el préstamo hipotecario a la adquisición de un activo de la *target* y desviar posteriormente los fondos hacia el pago del precio de las acciones. Esta es la estructura objeto de enjuiciamiento en la STS 190/2025 —identificada también en CENDOJ con el número de recurso 547/2025—: Hotel El Hórreo constituyó una hipoteca sobre sus inmuebles en garantía de unos préstamos que, según los contratos, debían destinarse a financiar la adquisición de esos mismos inmuebles, pero cuyos fondos fueron en realidad empleados para pagar el precio de las acciones de la sociedad.⁸⁴

2. LA STS 190/2025: CLAVES, LÍMITES Y ESTÁNDAR DE NULIDAD

La STS núm. 190/2025, de 6 de febrero (Roj: STS 547/2025; ECLI:ES:TS:2025:547), dictada por la Sala Primera del Tribunal Supremo, constituye la aportación jurisprudencial más reciente y de mayor calado sobre la asistencia financiera en el Derecho español. Su importancia no radica en que modifique la definición de la prohibición —que mantiene en los mismos términos que la STS 582/2023—, sino en que matiza de forma considerable su consecuencia jurídica. La nulidad de pleno derecho no es la respuesta automática a toda infracción de los artículos 143 y 150 LSC. El remedio debe calibrarse en función de las circunstancias concretas del caso, con particular atención a quién lo invoca y a qué finalidad sirve su aplicación.⁸⁵

En 2006, los socios de Hotel El Hórreo, S.A. vendieron el 100% del capital social. La adquisición se articuló a través de Eurohouse Gestión de Viviendas, S.L., cuyos socios eran los propios adquirentes de las acciones. El contrato de compraventa permitía a Eurohouse ceder su posición a sus socios, que fueron quienes finalmente adquirieron las acciones. Para obtener la financiación, Eurohouse suscribió dos préstamos hipotecarios con Caja de Ahorros de Galicia, con la finalidad declarada de adquirir dos inmuebles de titularidad de Hotel El Hórreo. La propia Hotel El Hórreo intervino como hipotecante no

⁸³ Sánchez-Calero Guilarte y Fernández Torres, *op. cit.*, págs. 36-49; Algora & Bada Legal, “La prohibición de la asistencia financiera: claves de la STS 190/2025”, marzo 2025.

⁸⁴ STS 190/2025, de 6 de febrero (Roj: STS 547/2025; ECLI:ES:TS:2025:547). Los hechos se describen en Algora & Bada Legal, *op. cit.* (nota 83 *supra*).

⁸⁵ STS 190/2025, de 6 de febrero (Roj: STS 547/2025; ECLI:ES:TS:2025:547). Ponente: D. Rafael Sarazá Jimena. *Cfr.* Alfaro Águila-Real, *op. cit.* (nota 52 *supra*).

deudora. En la realidad económica, los fondos no se destinaron a la compra de los inmuebles, sino al pago del precio de las acciones. Un mismo individuo representó en el otorgamiento tanto a Eurohouse —de la que era socio y consejero delegado— como a Hotel El Hórreo, de la que había sido nombrado consejero delegado el día anterior.⁸⁶

El préstamo entró en impago en 2014 y la entidad financiera inició la ejecución hipotecaria. En 2017, Hotel El Hórreo —ya bajo el control de los compradores— demandó a Eurohouse y a la entidad sucesora de la Caja de Ahorros. Solicitó la nulidad de la hipoteca por infringir la prohibición de asistencia financiera de los artículos 143 y 150 LSC. Tanto el Juzgado de Primera Instancia como la Audiencia Provincial desestimaron la demanda. El Tribunal Supremo confirmó esa desestimación.⁸⁷

La apreciación de la asistencia financiera. La Sala Primera no tuvo duda sobre la calificación jurídica de la operación. Hotel El Hórreo gravó sus inmuebles en garantía de una deuda ajena —los préstamos de Eurohouse— cuyo importe fue finalmente destinado a financiar la adquisición del 100% de sus propias acciones. Concurrían, pues, los tres presupuestos de los artículos 143 y 150 LSC: un acto de garantía financiera, prestado por la sociedad cuyas acciones se adquirirían, causalmente vinculado a esa adquisición. El hecho de que el préstamo se hubiera formalizado con la finalidad declarada de financiar la compra de los inmuebles —y no directamente la adquisición de las acciones— no alteraba esta conclusión: lo relevante, de acuerdo con el criterio funcional y finalista consolidado desde la STS 582/2023, es la función económica real del negocio, no su apariencia contractual.⁸⁸

El rechazo de la nulidad: tres argumentos. La aportación nuclear de la STS 190/2025 consiste en separar la apreciación de la infracción de la determinación del remedio. La Sala articuló tres argumentos para rechazar la nulidad. La operación presentaba causa ilícita (art. 1275 CC), pero ello no determinaba automáticamente la nulidad de la hipoteca frente al tercero de buena fe.

El primero es de carácter procesal y objetivo. El préstamo garantizado con la hipoteca no fue concedido a los compradores de las acciones —Eurohouse—, sino en favor de una

⁸⁶ Los antecedentes de hecho se reconstruyen a partir de la sentencia (Roj: STS 547/2025), FFJJ 1.º y 2.º.

⁸⁷ STS 190/2025, FJ 1.º: Hotel El Hórreo solicitó la nulidad de la hipoteca por constituir asistencia financiera prohibida.

⁸⁸ STS 190/2025, FJ 2.º: el destino real de los fondos fue el pago del precio de las acciones, lo que constituía asistencia financiera prohibida ex art. 150.1 LSC.

finalidad declarada de compra de inmuebles. La acción de nulidad se ejerció únicamente frente a la hipoteca, sin impugnar simultáneamente el contrato de compraventa de acciones ni el contrato de préstamo. En consecuencia, declarar la nulidad de la hipoteca sin abordar la nulidad del conjunto del negocio habría producido un resultado anómalo. La garantía real quedaría sin efecto mientras que el préstamo —cuya causa última fue la adquisición de las acciones— mantendría plena eficacia entre sus partes.⁸⁹

El segundo argumento es de tutela del tercero de buena fe. La entidad financiera que concedió el préstamo y aceptó la hipoteca en garantía desconocía, de acuerdo con lo acreditado en la instancia, el verdadero destino de los fondos. La Caja de Ahorros prestó con la creencia de que el dinero se destinaría a la compra de los inmuebles hipotecados. No participó en el diseño del esquema de asistencia financiera ni conoció su finalidad real. Anular la hipoteca habría supuesto privar a la entidad financiera de su garantía real por una infracción en la que no tuvo ninguna intervención, trasladando sobre ella un coste que correspondía a los verdaderos artífices del negocio ilícito.⁹⁰

El tercer criterio —el más innovador desde el punto de vista doctrinal— es el de la invocación abusiva de la nulidad. La Sala aplicó el artículo 7 del Código Civil para rechazar la pretensión de Hotel El Hórreo, calificándola de abusiva. La base social de la demandante estaba integrada íntegramente por quienes habían recibido los fondos del préstamo para pagar el precio de adquisición, o sus causahabientes. Si prosperara la demanda, esos socios conservarían el dinero —pues no eran los prestatarios— y, además, lograrían que los inmuebles de la sociedad quedaran liberados de la hipoteca. Los artífices del negocio ilícito se beneficiarían de la nulidad que ellos mismos provocaron, en perjuicio de la entidad financiera que actuó de buena fe. Quien insta la nulidad debe ser un sujeto protegido por la norma —acreedor social o socio ajeno a la administración—, no quien participó deliberadamente en la operación ilícita.⁹¹

De la STS 190/2025 se deriva un estándar aplicativo en dos fases. En la primera, el tribunal determina si existe asistencia financiera prohibida, conforme al criterio funcional y finalista ya consolidado. En la segunda, el tribunal evalúa la procedencia del remedio

⁸⁹ STS 190/2025, FJ 3.º, argumento primero.

⁹⁰ STS 190/2025, FJ 3.º, argumento segundo: la nulidad no alcanza al tercero de buena fe. *Cfr.* Osborne Clarke, *op. cit.* (nota 83 *supra*).

⁹¹ STS 190/2025, FJ 3.º, argumento tercero: quien insta la nulidad no está entre los sujetos protegidos por la norma —acreedores sociales o socios ajenos a la administración— y no puede instrumentalizar la prohibición en beneficio propio. *Cfr.* Alfaro Águila-Real, *op. cit.* (nota 52 *supra*).

—nulidad de la hipoteca, nulidad del conjunto del negocio, indemnización de daños u otra consecuencia— en función de tres variables: el alcance de la impugnación y los negocios afectados. La buena o mala fe de los terceros involucrados. Y la identidad del sujeto que insta la nulidad y su relación con la operación ilícita. Este enfoque casuístico y finalista representa una evolución significativa respecto de la doctrina anterior, que tendía a tratar la nulidad de pleno derecho como consecuencia automática e invariable de cualquier infracción de los artículos 143 y 150 LSC.⁹²

3. LECTURA CRÍTICA COMPARADA: STS 190/2025 Y STS 582/2023

La lectura conjunta de la STS 582/2023 y la STS 190/2025 permite extraer una imagen coherente de la posición actual del Tribunal Supremo en materia de asistencia financiera. No se trata de dos sentencias contradictorias, sino de dos piezas complementarias que regulan planos distintos de la misma disciplina: la primera fija el criterio de identificación de la infracción. La segunda desarrolla el criterio de determinación del remedio. Comprender esta relación es imprescindible para aplicar correctamente el régimen de los artículos 143 y 150 LSC en la práctica transaccional.

El terreno común: el criterio funcional y finalista de identificación. Ambas sentencias comparten una premisa interpretativa fundamental. La prohibición de asistencia financiera se aplica atendiendo a la función económica real del negocio, con independencia de la forma jurídica adoptada. En la STS 582/2023, este criterio se proyectó sobre una cláusula de cobertura de valor integrada en un acuerdo de inversión. El Tribunal prescindió de su denominación y atendió a su efecto económico —exonerar al inversor del riesgo de pérdida de valor trasladándolo al patrimonio de la sociedad emisora—. En la STS 190/2025, el mismo criterio se aplicó a una hipoteca cuya finalidad declarada era financiar la compra de inmuebles, pero cuya función económica real era financiar la adquisición de las acciones de la sociedad hipotecante.⁹³

Este paralelismo confirma que el análisis de la asistencia financiera en el Derecho español es hoy invariablemente sustantivo y finalista. El operador jurídico no puede limitarse a verificar si el negocio adopta alguna de las formas típicas enumeradas en los artículos 143 y 150 LSC —préstamo, garantía, anticipo— ni puede refugiarse en la literalidad de los contratos para esquivar la norma. Lo que importa es si el patrimonio de la sociedad asume,

⁹² *Cfr.* Osborne Clarke, *op. cit.* (nota 83 *supra*): la sentencia aplica un enfoque finalista que aleja la asistencia financiera de la nulidad automática.

⁹³ Osborne Clarke, *op. cit.* (nota 83 *supra*).

directa o indirectamente, el coste o el riesgo de la adquisición de sus propias acciones. Este criterio, que la doctrina venía sosteniendo desde hace décadas, ha encontrado en estas dos sentencias su formulación jurisprudencial más nítida.⁹⁴

La divergencia central: el tratamiento de la consecuencia jurídica. El punto en que las dos sentencias se separan es el de la consecuencia jurídica de la infracción. La STS 582/2023 aplicó sin matices el artículo 6.3 del Código Civil: la cláusula de cobertura de valor fue declarada nula de pleno derecho por ser contraria a una norma imperativa. No hubo ninguna modulación del remedio: identificada la infracción, se declaró la nulidad. La STS 190/2025, en cambio, dio un paso adicional y relevante: apreció la infracción y, pese a ello, rechazó la nulidad de la hipoteca. El argumento no fue que la prohibición no se hubiera infringido —que sí se había infringido—, sino que la declaración de nulidad no servía, en ese caso concreto, a ninguno de los fines que la norma persigue.⁹⁵

Esta divergencia no implica incoherencia. Las dos sentencias son perfectamente compatibles. El artículo 6.3 del Código Civil no ordena que toda infracción de norma imperativa produzca nulidad de pleno derecho. Esa es la consecuencia ordinaria, salvo que la norma infringida establezca otra o que su finalidad protectora quede mejor servida por un remedio distinto. En la STS 582/2023, la nulidad era el remedio adecuado porque quien la invocaba era la propia sociedad, sujeto protegido por la norma. En la STS 190/2025, en cambio, quien invocaba la nulidad había diseñado y ejecutado la operación ilícita, pretendiendo beneficiarse de su propio incumplimiento en perjuicio del tercero de buena fe. En ese escenario, el artículo 7 CC —prohibición del abuso del derecho— opera como corrector de la aplicación automática del artículo 6.3.⁹⁶

La cuestión de la legitimación activa es uno de los aspectos más relevantes de la STS 190/2025. La Sala precisa que los sujetos protegidos por los artículos 143 y 150 LSC son los acreedores sociales y los socios ajenos al órgano de administración. Esta delimitación es congruente con los bienes jurídicos que la norma tutela —la integridad del patrimonio social y la neutralidad en el acceso al capital—. No puede, en cambio, invocar la nulidad quien participó deliberadamente en la operación ilícita —ni la sociedad bajo cuyo control están los artífices de esa operación—, porque ello convertiría la norma protectora en un

⁹⁴ Cfr: Bonmatí Collado y de Benito Lobo, *op. cit.*, p. 113; CEFISA, *op. cit.* (nota 66 *supra*).

⁹⁵ La STS 190/2025 apreció la *infracción* de los arts. 143 y 150 LSC —FJ 2.º— antes de rechazar la nulidad —FJ 3.º—. Cfr: Algora & Bada Legal, *op. cit.* (nota 83 *supra*).

⁹⁶ Cfr: Alfaro Águila-Real, *op. cit.* (nota 52 *supra*). La compatibilidad entre los arts. 6.3 y 7 CC es el fundamento de la modulación del remedio en la STS 190/2025.

instrumento de aprovechamiento del propio incumplimiento. Esta limitación a la legitimación activa es una aportación nueva de la STS 190/2025 sin precedente expreso en la jurisprudencia anterior.⁹⁷

El resultado conjunto de ambas sentencias merece una valoración positiva, con matices. En el plano de la seguridad jurídica, la consolidación del criterio funcional y finalista es bienvenida: reduce el margen de elusión mediante estructuras formalmente neutras. Hace el Derecho más previsible para los operadores que actúan de buena fe, que ahora saben que el análisis atenderá siempre a la realidad económica del negocio. En el plano de la proporcionalidad del remedio, la STS 190/2025 introduce una modulación razonable que evita que la nulidad opere como instrumento de enriquecimiento injusto de quienes incumplieron la norma.⁹⁸

No obstante, la doctrina ha señalado dos puntos de tensión. El primero es que la limitación de la legitimación activa puede perjudicar a los acreedores ordinarios. Si la target: sociedad está controlada por quienes diseñaron la operación ilícita, ni la sociedad ni los acreedores individuales podrán invocar la nulidad. Queda diferida su protección al concurso. El segundo punto es la buena fe del tercero financiador: la STS 190/2025 protegió a la entidad financiera porque desconocía el destino real de los fondos. Pero en los LBO sofisticados el financiador exige y negocia las garantías de la target como condición del préstamo, lo que elimina el argumento de la buena fe y hace procedente la nulidad de las garantías.⁹⁹¹⁰⁰

4. PROPUESTA DE ESTÁNDAR APLICATIVO: TEST DE PROPORCIONALIDAD Y SAFE HARBORS DOCUMENTALES

El análisis de la jurisprudencia y la doctrina expuestos en los epígrafes anteriores permite, a estas alturas del trabajo, articular una propuesta de estándar aplicativo para el tratamiento de la prohibición de asistencia financiera en el contexto de las adquisiciones apalancadas. La propuesta no pretende sustituir al legislador ni proponer una reforma normativa —aunque algunas reflexiones en ese sentido se ofrecerán en las Conclusiones—, sino ofrecer un esquema de análisis estructurado. Este esquema permite al operador jurídico evaluar, con el mayor grado posible de seguridad, si una operación

⁹⁷ STS 190/2025, FJ 3.º, argumento tercero.

⁹⁸ *Cfr.*: Economist & Jurist, “La nulidad radical del negocio jurídico de asistencia financiera no siempre es la sanción más adecuada”, febrero 2025.

⁹⁹ *Cfr.*: Sánchez-Calero Guilarte y Fernández Torres, *op. cit.*, págs. 36-49.

¹⁰⁰ *Cfr.*: Sanz Bayón y Palomero Benazerraf, *op. cit.*, p. 87, nota 60.

concreta incurre en asistencia financiera prohibida y, de ser así, qué remedio resulta procedente.

El estándar se articula en dos fases sucesivas. La primera es el test de identificación, que determina si existe asistencia financiera. La segunda es el test de proporcionalidad del remedio, que determina cuál es la consecuencia jurídica adecuada. Junto a estas dos fases, se proponen una serie de *safe harbors* documentales: condiciones cuya verificación permite presumir, con base en la jurisprudencia actual, que la operación no incurre en asistencia financiera o que, en caso de incurrir, el remedio no es necesariamente la nulidad.

Primera fase: el test de identificación.

El test de identificación se estructura en torno a los tres presupuestos consolidados en la jurisprudencia del Tribunal Supremo —en particular, en las SSTS 472/2010, 582/2023 y 190/2025—. El operador debe verificar, de forma sucesiva, los siguientes extremos.

En primer lugar, la existencia de un acto de asistencia financiera en sentido amplio. Dado el carácter de *numerus apertus* de los artículos 143 y 150 LSC, el análisis no puede limitarse a verificar si el negocio adopta alguna de las formas típicas —préstamo, garantía, anticipo—. Debe extenderse a cualquier acto que, por su función económica real, suponga que la sociedad asume el coste o el riesgo de financiar la adquisición de sus propias acciones. Quedan comprendidos, como se ha visto, los pactos de cobertura de valor, los *earn-outs* con mínimos garantizados a cargo de la *target*, las *comfort letters* de mantenimiento y cualquier *covenant* cuyo incumplimiento genere una obligación de pago directa a cargo de la *target* frente al acreedor de la SPV.¹⁰¹

En segundo lugar, la conexión subjetiva. El acto de asistencia debe ser prestado por la sociedad cuyas acciones se adquieren, o por una sociedad del mismo grupo. La extensión de esta regla se prevé en el artículo 143.2 LSC para las sociedades limitadas y en el artículo 150.1 LSC para las anónimas. La interposición de terceros —personas físicas o jurídicas que actúan en nombre propio pero por cuenta de la sociedad— no enerva la conexión subjetiva si se acredita el acuerdo entre la sociedad y el interpuesto.¹⁰²

¹⁰¹ El carácter *numerus apertus* de los arts. 143 y 150 LSC y el análisis funcional del conjunto negocial son criterios consolidados desde la STS 582/2023, FD 4.º. Cfr: Sanz Bayón y Palomero Benazerraf, *op. cit.*, pp. 83-84.

¹⁰² Cfr: Paz-Ares y Perdices Huetos, *op. cit.*, págs. 401-402. El art. 150.1 LSC extiende la prohibición a la asistencia prestada “por personas interpuestas”.

En tercer lugar, el nexo causal finalista. El acto de asistencia debe estar funcionalmente conectado con la adquisición de las acciones de la sociedad asistente. Este nexo debe apreciarse en un triple sentido —temporal, económico y jurídico—, conforme al criterio de la STS 582/2023. La proximidad temporal entre el acto de asistencia y el negocio de adquisición es un indicio relevante, pero no suficiente por sí solo. Lo determinante es que el acto de asistencia sea, desde la perspectiva del conjunto negocial, un elemento instrumental de la adquisición, sin el cual esta no se habría realizado o se habría realizado en condiciones sustancialmente distintas.¹⁰³

Si los tres presupuestos concurren, existe asistencia financiera prohibida. El test de identificación arroja un resultado positivo y se pasa a la segunda fase.

Segunda fase: el test de proporcionalidad del remedio.

La STS 190/2025 ha introducido, de forma explícita, la necesidad de evaluar el remedio adecuado de forma separada e independiente de la calificación de la infracción. El test de proporcionalidad del remedio se articula en torno a tres variables.

La primera variable es el alcance de la impugnación. El operador debe verificar si la acción de nulidad se dirige únicamente contra el acto de asistencia —la hipoteca, la garantía, el *covenant*— o si alcanza también al negocio de adquisición y al contrato de financiación en su conjunto. La declaración de nulidad parcial del acto de asistencia, sin impugnar el conjunto del negocio, puede producir resultados contrarios a los fines de la norma: el acreedor pierde su garantía, pero el deudor —el adquirente— conserva la financiación que permitió la adquisición. En ese caso, la nulidad parcial no sirve a la tutela de los acreedores de la *target*, sino que beneficia al adquirente, que queda liberado de una garantía que él mismo gestionó para obtener la financiación.¹⁰⁴

La segunda variable es la buena o mala fe del tercero afectado. Si el tercero —la entidad financiadora, el vendedor— conoció o debió conocer el carácter de asistencia financiera de la operación, su posición no merece la misma protección que la del tercero que actuó de buena fe. Cuando el financiador participa activamente en el diseño de la estructura — como sucede en la mayoría de los LBO sofisticados, donde exige y negocia las garantías

¹⁰³ El triple nexo causal fue articulado en la STS 582/2023, FD 4.º. *Cfr.* Bonmatí Collado y de Benito Lobo, *op. cit.*, p. 114.

¹⁰⁴ STS 190/2025, FJ 3.º, argumento primero. *Cfr.* Osborne Clarke, *op. cit.* (nota 83 *supra*).

de la target como condición del préstamo—, el argumento de la buena fe no opera. La nulidad de las garantías es el remedio procedente.¹⁰⁵

La tercera variable es la legitimación activa del demandante. La STS 190/2025 ha precisado que solo los sujetos protegidos por la norma —acreedores sociales y socios ajenos a la administración— pueden invocar la nulidad de la asistencia financiera. No puede hacerlo quien participó en el diseño de la operación ilícita ni la sociedad bajo cuyo control se encuentran esos artífices. Antes de pronunciarse sobre el fondo, el operador debe verificar si el demandante es un sujeto protegido por los artículos 143 y 150 LSC o si su pretensión encubre un aprovechamiento del propio incumplimiento.¹⁰⁶

Los *safe harbors* documentales.

Al margen del test en dos fases, la práctica transaccional ha desarrollado un conjunto de medidas documentales cuya observancia permite presumir, razonablemente, que la operación no incurre en asistencia financiera o que, en caso de incurrir, los riesgos de impugnación quedan reducidos al mínimo. Estos *safe harbors* no tienen respaldo normativo expreso en el Derecho español —a diferencia del *whitewash procedure* del Derecho inglés o de la regulación italiana—, pero son congruentes con la jurisprudencia analizada y constituyen buena práctica transaccional recomendable.¹⁰⁷

Los cuatro *safe harbors* documentales recomendables son los siguientes. Primero, la separación subjetiva y documental de las obligaciones de la SPV y de la target: la documentación de financiación debe atribuir inequívocamente cada obligación a la entidad que la asume, evitando cláusulas ambiguas. Segundo, el acuerdo de corporate benefit documentado en acta: los administradores de la target deben acreditar los beneficios que la operación reporta a la sociedad, con independencia del beneficio del fondo adquirente. Tercero, el informe de solvencia previo elaborado por un auditor independiente, que acredite la suficiencia del patrimonio de la target para asumir las obligaciones derivadas de la operación. Cuarto, la revisión periódica del compliance intragrupo: la política de tesorería y los saldos intercompañías deben revisarse

¹⁰⁵ Cfr. Sanz Bayón y Palomero Benazerraf, *op. cit.*, p. 87.

¹⁰⁶ STS 190/2025, FJ 3.º, argumento tercero. Cfr. Alfaro Águila-Real, *op. cit.* (nota 52 *supra*).

¹⁰⁷ Sobre el *whitewash procedure* y la regulación italiana, *vid.* Sanz Bayón y Palomero Benazerraf, *op. cit.*, pp. 96-98.

periódicamente por los administradores de cada entidad, conforme a los criterios expuestos en el epígrafe 5 del Capítulo II.¹⁰⁸

CONCLUSIONES

Primera. La prohibición de asistencia financiera recogida en los artículos 143 y 150 de la Ley de Sociedades de Capital es una norma imperativa de tutela patrimonial. Su finalidad es preservar la correspondencia entre capital social y patrimonio social, proteger a los acreedores frente al riesgo de reducción patrimonial encubierta y garantizar la neutralidad en el acceso al capital de la sociedad. Estos tres bienes jurídicos protegidos son el eje interpretativo de toda la disciplina y el criterio rector para resolver los conflictos entre la prohibición y la práctica de las adquisiciones apalancadas.¹⁰⁹

Segunda. La jurisprudencia del Tribunal Supremo ha consolidado un enfoque funcional y finalista en la aplicación de la prohibición. La tipología de los actos de asistencia financiera de los artículos 143 y 150 LSC es *numerus apertus*: queda comprendido cualquier negocio que, por su función económica real, suponga que la sociedad asume el coste o el riesgo de financiar la adquisición de sus propias acciones. La forma jurídica del negocio —préstamo, garantía, cláusula de cobertura de valor, *covenant*, *comfort letter*— es irrelevante. Lo determinante es que, atendida la realidad económica del conjunto, concurren los tres presupuestos de los artículos 143 y 150 LSC: acto de asistencia, conexión subjetiva y nexo causal finalista.¹¹⁰

Tercera. Las adquisiciones apalancadas no están prohibidas en sí mismas por el ordenamiento español. Lo que la norma prohíbe es que la sociedad adquirida —o sus filiales— asuma el coste o el riesgo de financiar esa adquisición. La distinción es crucial para la práctica: el LBO clásico con repago de la deuda exclusivamente mediante dividendos ordinarios y sin compromisos patrimoniales directos de la *target* frente a los acreedores de la SPV es, en principio, compatible con los artículos 143 y 150 LSC. La fusión posterior de la SPV con la *target* —el MLBO— refuerza esa compatibilidad al

¹⁰⁸ Cfr. ILP Abogados, *op. cit.* (nota 78 *supra*); Jiménez López y Daza González, *op. cit.*, pp. 47-48; Sánchez-Calero Guilarte y Fernández Torres, *op. cit.*, págs. 20-22.

¹⁰⁹ La triple finalidad de la prohibición es analizada en el Capítulo I, epígrafe 1, *supra*.

¹¹⁰ STS 582/2023, FD 4.º (ECLI:ES:TS:2023:1592). Cfr. Capítulo I, epígrafes 1 y 2.1, *supra*.

eliminar la estructura bilateral que es la fuente originaria del riesgo de asistencia financiera, siempre que se observen los requisitos del artículo 42 del RDL 5/2023.¹¹¹

Cuarta. La STS 582/2023, de 20 de abril, ha ampliado significativamente el perímetro de riesgo de la prohibición en la práctica del *private equity*. Los pactos de *floor price*, *make-whole*, *earn-outs* con mínimos garantizados a cargo de la *target* y las *comfort letters* de mantenimiento quedan comprendidos en la prohibición. El requisito es que estén causalmente vinculados a la adquisición y supongan para la sociedad un coste real o potencial. Esta extensión obliga a los asesores legales a revisar sistemáticamente toda la documentación transaccional —no solo las garantías reales— con el criterio funcional del Tribunal Supremo.¹¹²

Quinta. La STS 190/2025, de 6 de febrero, introduce una matización de alcance considerable sobre la consecuencia jurídica de la infracción. La nulidad de pleno derecho no es la respuesta automática a toda asistencia financiera prohibida. El remedio debe calibrarse en función del alcance de la impugnación, la buena o mala fe del tercero afectado y la legitimación activa del demandante. Solo los sujetos protegidos por la norma —acreedores sociales y socios ajenos a la administración— pueden invocar la nulidad. Quien diseñó y ejecutó la operación ilícita no puede instrumentalizar la nulidad en su propio beneficio. Este enfoque casuístico y finalista completa el edificio jurisprudencial iniciado por la STS 582/2023.¹¹³

Sexta. El estándar aplicativo propuesto en el epígrafe 4 del Capítulo III —test de identificación en tres presupuestos, test de proporcionalidad del remedio en tres variables y cuatro *safe harbors* documentales— proporciona un esquema estructurado para evaluar el riesgo de asistencia financiera en cada operación concreta. Su utilidad práctica no reside en que ofrezca respuestas automáticas —que la casuística de estas operaciones hace imposibles—, sino en que sistematiza los criterios jurisprudenciales vigentes y los traduce en herramientas de revisión transaccional aplicables en la fase de *due diligence* y de negociación de la documentación contractual.¹¹⁴

¹¹¹ Art. 42 del RDL 5/2023, de 28 de junio (BOE de 29 de junio de 2023). *Cfr.* Jiménez López y Daza González, *op. cit.*, pp. 44-46.

¹¹² *Cfr.* Capítulo II, epígrafe 4, *supra*; Bonmatí Collado y de Benito Lobo, *op. cit.*, pp. 116-119.

¹¹³ STS 190/2025, de 6 de febrero (Roj: STS 547/2025; ECLI:ES:TS:2025:547). *Cfr.* Capítulo III, epígrafe 3, *supra*.

¹¹⁴ *Cfr.* Capítulo III, epígrafe 4, *supra*; Sanz Bayón y Palomero Benazerraf, *op. cit.*, pp. 83-91; Jiménez López y Daza González, *op. cit.*, pp. 47-48.

Séptima. El régimen español de la prohibición de asistencia financiera adolece de una laguna relevante. Carece de un procedimiento equivalente al *whitewash* del Derecho inglés que permita, bajo condiciones tasadas de transparencia y tutela de acreedores, la realización de ciertas operaciones. La experiencia comparada muestra que esa ausencia no elimina el problema, sino que lo traslada al ámbito de la litigiosidad *ex post*. Una reforma legislativa que introdujera un procedimiento de autorización condicionada — basado en un informe de solvencia independiente, en la aprobación por mayoría reforzada de la junta y en la constitución de una reserva indisponible— dotaría al sistema de mayor previsibilidad. No debilitaría la tutela de los acreedores que justifica la prohibición.¹¹⁵

BIBLIOGRAFÍA

1. LEGISLACIÓN

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 núm. 161, de 3 de julio de 2010. Última actualización: 3 de enero de 2025. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544> (última consulta: 15/03/2026).

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 núm. 153, de 29 de junio de 2023. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2023-15135> (última consulta: 15/03/2026).

Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. BOE núm. 82, de 4 de abril de 2009 (derogada por el RDL 5/2023).

Ley 19/1989, de 25 de julio, de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la Comunidad Económica Europea en materia de Sociedades. BOE

¹¹⁵ Sobre el *whitewash* procedure y su eventual adopción en el Derecho español, *vid.* Sanz Bayón y Palomero Benazerraf, *op. cit.*, pp. 96-98.

núm. 178, de 27 de julio de 1989. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1989-17296> (última consulta: 15/03/2026).

Real Decreto de 22 de agosto de 1885, por el que se publica el Código de Comercio. BOE de 16 de octubre de 1885. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1885-6627> (última consulta: 15/03/2026).

Directiva (UE) 2017/1132, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre determinados aspectos del Derecho de sociedades. DOUE L 169, de 30 de junio de 2017. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A32017L1132> (última consulta: 15/03/2026).

Segunda Directiva 77/91/CEE, del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados miembros a las sociedades anónimas. DOCE L 26, de 31 de enero de 1977 (refundida en la Directiva 2017/1132).

2. JURISPRUDENCIA

Tribunal Supremo (Sala Primera)

STS núm. 190/2025, de 6 de febrero (Roj: STS 547/2025; ECLI:ES:TS:2025:547). Ponente: D. Rafael Sarazá Jimena.

STS núm. 582/2023, de 20 de abril (ECLI:ES:TS:2023:1592). Ponente: D. Rafael Sarazá Jimena.

STS de 27 de enero de 1999 (RJ 1999/325).

STS núm. 413/2012, de 2 de julio.

STS núm. 472/2010, de 20 de julio.

Audiencia Nacional (Sala de lo Contencioso-Administrativo)

SAN 3399/2021, de 19 de julio (ECLI:ES:AN:2021:3399). Sección Segunda. Ponente: D. Rafael Villafañez Gallego. Nº de Recurso: 263/2018. Demandante: Viajes Catai, S.A.

Audiencias Provinciales

SAP Barcelona (Sección 15.^a), núm. 380/2023, de 15 de junio de 2023 (ECLI:ES:APB:2023:7249).

SAP Barcelona (Sección 15.^a), núm. 477/2023, de 2 de noviembre de 2023 (ECLI:ES:APB:2023:11898).

Auto AP Madrid (Sección 28.^a), de 9 de enero de 2007 (AC 2007, 1160).

Dirección General de Seguridad Jurídica y Fe Pública (y predecesora DGRN)

Resolución DGRN de 1 de diciembre de 2000.

Resolución DGRN de 23 de noviembre de 2012.

Resolución DGSJFP de 23 de abril de 2024 (BOE-A-2024-9792). Disponible en: https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2024-9792 (última consulta: 15/03/2026).

Resolución DGSJFP de 24 de abril de 2024.

3. OBRAS DOCTRINALES

Barea Martínez, M.T., "Negocios sobre las propias acciones y participaciones. Asistencia financiera", Cuadernos de Derecho y Comercio, Extraordinario 2015, pp. 313-344.

Bayona Giménez, J.J., *La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Monografía de la Revista de Derecho de Sociedades n.º 19, Aranzadi, Pamplona, 2002.

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.º 62, 2023, pp. 112-119.

Fernández del Pozo, L., "Revisión crítica de la prohibición de asistencia financiera", *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º 3, 1994, pp. 173 y ss.

Fernández Fernández, M.C., *La asistencia financiera para la adquisición de acciones/participaciones propias*, Comares, Granada, 2001.

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.º 232, 1999, pp. 578 y ss.

García-Cruces González, J.A., "Comentario al art. 81 LSA", en Arroyo, I. y Embid Irujo, J.M. (Coords.), *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, 2.^a ed., Tecnos, Madrid, 2009.

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

López Mateo, “Asistencia financiera: análisis y crítica del derecho vigente. Ley 3/2009 (I)”, *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 272, 2009, pp. 541-618.

Moralejo Menéndez, I., “Comentario al art. 150 LSC”, en Rojo, A. y Beltrán, E. (Coords.), *Comentarios a la Ley de Sociedades de Capital*, Civitas-Thomson Reuters, Pamplona, 2011, pp. 1152-1156.

Paz-Ares, C. y Perdices Huetos, A., “Los negocios sobre las propias acciones”, en Uría, R., Menéndez, A. y Olivencia, M. (Dirs.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Tomo IV, vol. 2.º B, Civitas, Madrid, 2003, pp. 401-402 y 493-494.

Roncero Sánchez, A., “Ámbito de la exigencia del informe de expertos independientes en caso de fusiones posteriores a adquisiciones apalancadas”, *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º 35, 2010, pp. 260-264.

Ruiz García, M.C., “El *cash pooling*”, *Crónica Tributaria*, Instituto de Estudios Fiscales, n.º 25, 2008, pp. 1-6.

Sánchez-Calero Guilarte, 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*, Universidad Complutense de Madrid, n.º 2011/38. Disponible en: <https://hdl.handle.net/20.500.14352/48993> (última consulta: 15/03/2026).

Sanz Bayón, P. y Palomero Benazerraf, A., “Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas”, *Aranzadi Civil-Mercantil. Revista Doctrinal*, vol. 2, n.º 3, 2013, pp. 69-104. Disponible en: <https://repositorio.comillas.edu/rest/bitstreams/31264/retrieve> (última consulta: 15/03/2026).

Serrano Acitores, A., *Leveraged buyouts: el sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo*, Monografía n.º 40 de la Revista de Derecho de Sociedades, Thomson Reuters Aranzadi.

Trías Sagnier, M., “La problemática de asistencia financiera”, en Trías Sagnier, M. (Coord.), *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España. Entidades y operaciones*, Marcial Pons, Madrid-Barcelona, 2006, pp. 155-175.

Vaquerizo Alonso, A., *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Civitas, Madrid, 2003.

Vázquez Cueto, J.C., *Régimen Jurídico de la Autocartera*, Marcial Pons, Madrid, 1995.

4. RECURSOS DE INTERNET

Alfaro Águila-Real, J., “Alegación abusiva de la existencia de asistencia financiera prohibida”, *Derecho Mercantil España*, febrero 2025. Disponible en: <https://derechomercantilesparna.blogspot.com/2025/02/alegacion-abusiva-de-la-existencia-de.html> (última consulta: 15/03/2026).

Alfaro Águila-Real, J., “La fusión para bajar la deuda de adquisición a la sociedad adquirida no constituye asistencia financiera prohibida”, *Derecho Mercantil España*, noviembre 2024. Disponible en: <https://derechomercantilesparna.blogspot.com/2024/11/la-fusion-para-bajar-la-deuda-de.html> (última consulta: 15/03/2026).

Algora & Bada Legal, “La prohibición de la asistencia financiera: claves de la STS 190/2025”, marzo 2025. Disponible en: <https://algorabada.com/blog/la-prohibici%C3%B3n-de-la-asistencia-financiera-claves-de-la-sts-190/2025-y-su-impacto-en-empresarios-y-startups> (última consulta: 15/03/2026).

Alvarez Royo-Villanova, S., “La nueva regulación de las modificaciones estructurales. Novedades del Real Decreto Ley 5/2023 respecto del Anteproyecto”, *El Notario del Siglo XXI*, n.º 111, 2023. Disponible en: <https://www.elnotario.es/opinion/opinion/12343-la-nueva-regulacion-de-las-modificaciones-estructurales-novedades-del-real-decreto-ley-5-2023-respecto-del-anteproyecto> (última consulta: 15/03/2026).

Auren España, “Operaciones de Leveraged Buyout (LBO's)”. Disponible en: <https://auren.com/es/blog/operaciones-de-leveraged-buyout-lbos/> (última consulta: 15/03/2026).

Cases Lacambra, “Newsletter Servicios Financieros: “Financiero””. Disponible en: <https://www.caseslacambra.com/es/newsletter-servicios-financieros-financiero-7/> (última consulta: 15/03/2026).

CEFISA, “Financial assistance and share value hedging agreement (STS 582/2023, 20 April)”, noviembre 2024. Disponible en: <https://cefisaa.es/en/financial-assistance-and-and-share-value-hedging-agreement-sts-582-2023-20-april/> (última consulta: 15/03/2026).

Cuatrecasas, “Asistencia financiera: cobertura del valor de inversión”. Disponible en: <https://www.cuatrecasas.com/es/spain/mercantil/art/asistencia-financiera-cobertura-valor-inversion> (última consulta: 15/03/2026).

Economist & Jurist, “La nulidad radical del negocio jurídico de asistencia financiera no siempre es la sanción más adecuada, sentencia el Supremo”, febrero 2025. Disponible en: <https://www.economistjurist.es/actualidad-juridica/jurisprudencia/la-nulidad-radical-del-negocio-juridico-de-asistencia-financiera-no-siempre-es-la-sancion-mas-adecuada-sentencia-el-supremo/> (última consulta: 15/03/2026).

Ferrandiz Avendaño, P., “Garantías intragrupo”, *Almacén de Derecho*, mayo 2020. Disponible en: <https://almacenederecho.org/44956-2> (última consulta: 15/03/2026).

García-Valdecasas Alguacil, J.Á., “Nueva Ley de Modificaciones Estructurales de Sociedades Mercantiles (3). Fusión”, *Notarios y Registradores*, 2023. Disponible en: <https://www.notariosyregistradores.com/web/normas/nueva-ley-de-modificaciones-estructurales-de-sociedades-mercantiles-3-fusion-jose-angel-garcia-valdecasas/> (última consulta: 15/03/2026).

Gómez-Acebo & Pombo, “La asistencia financiera en las operaciones de LBO”. Disponible en: <https://ga-p.com/publicaciones/la-asistencia-financiera-en-las-operaciones-de-lbo/> (última consulta: 15/03/2026).

ICADE Business School, “Estudio de las operaciones LBO”, Universidad Pontificia Comillas. Disponible en: <https://repositorio.comillas.edu/rest/bitstreams/37441/retrieve> (última consulta: 15/03/2026).

ILP Abogados, “Capital riesgo y asistencia financiera: un par ordenado”. Disponible en: <https://www.ilpabogados.com/capital-riesgo-y-asistencia-financiera-un-par-ordenado/> (última consulta: 15/03/2026).

Iurisprudente, “La prohibición de asistencia financiera en la adquisición de acciones o participaciones propias: el caso en que se garantiza al adquirente el valor de las acciones adquiridas durante un plazo”, 2023. Disponible en:

<http://www.iurisprudente.com/2023/05/la-prohibicion-de-asistencia-financiera.html>

(última consulta: 15/03/2026).

Leyesyjurisprudencia.com, “RDL 5/2023, operaciones de fusión apalancada 'LBO' tras la nueva Ley de Modificaciones Estructurales (Parte 4)”, agosto 2023. Disponible en:

<http://www.leyesyjurisprudencia.com/2023/08/rdl-52023-operaciones-de-fusion.html>

(última consulta: 15/03/2026).

Leyesyjurisprudencia.com, “Sentencia del Tribunal Supremo 582/2023, de 20 de abril de 2023, y asistencia financiera en operaciones de M&A”, enero 2024. Disponible en:

<http://www.leyesyjurisprudencia.com/2024/01/sentencia-del-tribunal-supremo-5822023.html> (última consulta: 15/03/2026).

Marimón Durá, R., “La asistencia financiera y los LBOs. Tratamiento práctico para un viejo problema”. Disponible en: <https://www.recari.es/resumen2.php?id=114> (última consulta: 15/03/2026).

Mariscal & Abogados, “El contrato de *cash pooling*“. Disponible en:

<https://www.mariscal-abogados.es/que-es-el-contrato-de-cash-pooling/> (última consulta:

15/03/2026).

Osborne Clarke, “La Audiencia Provincial de Barcelona resuelve el recurso contra la vulneración de la prohibición de asistencia financiera”, octubre 2023. Disponible en:

<https://www.osborneclarke.com/es/insights/la-audiencia-provincial-de-barcelona-resuelve-el-recurso-contra-la-vulneracion-de-la> (última consulta: 15/03/2026).

Osborne Clarke, “El Tribunal Supremo afina su enfoque respecto a la prohibición de asistencia financiera en las sociedades de capital”, septiembre 2025. Disponible en:

<https://www.osborneclarke.com/es/insights/el-tribunal-supremo-afina-su-enfoque-respecto-la-prohibicion-de-asistencia-financiera-en> (última consulta: 15/03/2026).

Ramón y Cajal Abogados, “El nuevo marco jurídico en materia de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles”, julio 2023. Disponible en:

<https://www.ramonycajalabogados.com/es/el-nuevo-marco-juridico-en-materia-de-modificaciones-estructurales-de-las-sociedades-mercantiles> (última consulta:

15/03/2026).

TFG ICADE, “Asistencia financiera en las compras apalancadas”, Universidad Pontificia Comillas. Disponible en: <https://repositorio.comillas.edu/rest/bitstreams/2112/retrieve> (última consulta: 15/03/2026).

TFG ICADE, “La asistencia financiera en las operaciones de LBO y refinanciación y reestructuración de deuda”, Universidad Pontificia Comillas. Disponible en: <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/handle/11531/10390> (última consulta: 15/03/2026).