



FACULTAD DE DERECHO

**ANÁLISIS JURÍDICO DE LA FUSIÓN APALANCADA EN EL
CONTEXTO DE LA PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA
FINANCIERA**

Implicaciones mercantiles y fiscales

Autor: Amparo Acha Artigues

5ºE-3 A

Área de Derecho Mercantil

Tutor: Bruno Martín Baumeister

Madrid
Marzo 2025

RESUMEN

La fusión apalancada, también conocida como *merger leveraged buy-out* (MLBO), constituye una de las operaciones societarias más complejas y controvertidas, al combinar la adquisición de una sociedad mediante el uso intensivo de endeudamiento y su posterior integración mediante fusión con la entidad adquirente. Este tipo de transacción plantea desafíos jurídicos y económicos que han sido objeto de una extensa evolución normativa, particularmente en el marco del ordenamiento jurídico español. En este trabajo se analiza en profundidad la transición desde el régimen regulado por el artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales, al artículo 42 del Real Decreto-ley 5/2023, el cual introduce modificaciones sustanciales en los requisitos legales para justificar y estructurar estas operaciones.

En particular, se analiza la prohibición de asistencia financiera, atendiendo tanto a su evolución normativa como a su compatibilidad con la estructura de las fusiones apalancadas. Asimismo, se abordan los mecanismos diseñados para garantizar la protección de los intereses de socios, acreedores y administradores, evaluando cómo los nuevos parámetros normativos pretenden mitigar los riesgos derivados del endeudamiento excesivo y su impacto en la solvencia patrimonial de las sociedades implicadas, todo ello con el objetivo de preservar la equidad entre las partes interesadas.

Además de los aspectos jurídicos y societarios, el estudio trata parte de las implicaciones fiscales de las fusiones apalancadas, en particular la deducibilidad de los gastos financieros y la aplicación del régimen especial de reestructuraciones del Impuesto sobre Sociedades. También se considera el efecto de eventuales desinversiones en la eficiencia fiscal de la operación. En conjunto, se ofrece una visión global que integra las dimensiones normativa, económica y fiscal de estas operaciones.

PALABRAS CLAVE

Fusión apalancada, asistencia financiera, vehículo, financiación, adquisición, deducibilidad.

ABSTRACT

The leveraged merger, also known as merger leveraged buy-out (MLBO), is one of the most complex and controversial corporate transactions, as it combines the acquisition of a company through the intensive use of debt and its subsequent integration through a merger with the acquiring entity. This type of transaction poses legal and economic challenges that have been the subject of extensive regulatory developments, particularly within the Spanish legal system. This paper analyzes in depth the transition from the regime regulated by Article 35 of the Structural Modifications Law to Article 42 of Royal Decree-Law 5/2023, which introduces substantial modifications in the legal requirements to justify and structure these transactions.

In particular, the prohibition of financial assistance is analyzed, taking into account both its regulatory evolution and its compatibility with the structure of leveraged mergers. It also addresses the mechanisms designed to ensure the protection of the interests of shareholders, creditors and directors, assessing how the new regulatory parameters are intended to mitigate the risks arising from excessive indebtedness and its impact on the solvency of the companies involved, all with the aim of preserving equity among the interested parties.

In addition to the legal and corporate aspects, the study deals with part of the tax implications of leveraged mergers, in particular the deductibility of financial expenses and the application of the special corporate tax regime for restructurings. It also considers the effect of eventual divestitures on the tax efficiency of the operation. Overall, it offers a global vision that integrates the regulatory, economic and tax dimensions of these operations.

KEY WORDS

Leveraged merger, financial assistance, vehicle, financing, acquisition, deductibility.

ÍNDICE

I. INTRODUCCIÓN	6
1.1. Justificación del estudio	6
1.2. Objetivos del trabajo	6
1.3. Metodología del trabajo	6
II. LA FUSIÓN APALANCADA.....	7
2.1 Delimitación de la figura.....	7
2.2 Regulación. Transición del artículo 35 de la Ley de Modificaciones estructurales al artículo 42 del RDL 5/2023	8
2.3. Sujetos intervinientes.....	10
a) El comprador.....	11
b) La target	12
c) El vehículo	15
d) El ente financiador	16
2.4. Supuesto de hecho	17
a) La adquisición	19
b) El endeudamiento	20
c) La fusión.....	27
III. LA ASISTENCIA FINANCIERA.....	29
3.1. Normativa comunitaria	29
3.1.1 Reino Unido	29
3.1.2. Italia	30
3.1.3. Alemania	30
3.1.4. Francia.....	32
3.1.5. Luxemburgo.....	33
3.1.6. Países Bajos	34
3.1.7. España	35
3.2. Fundamento de la prohibición.....	37
3.3. Consecuencias de la infracción de la prohibición	40
3.4 Excepciones legales a la prohibición general de asistencia financiera	41
3.5 Posiciones actuales sobre la asistencia financiera y la fusión apalancada.....	43
IV. ASPECTOS TRIBUTARIOS DE LA OPERACIÓN.....	49
V. CONSIDERACIONES PERSONALES SOBRE LA RELACIÓN ENTRE LA FUSIÓN APALANCADA Y LA ASISTENCIA FINANCIERA	53
VI. BIBLIOGRAFÍA.....	58

LISTADO DE ABREVIATURAS

AG: *Aktiengesellschaft*

AktG: *Aktiengesetz*

BVs: *Besloten Vennootschappen*

CC: Código Civil

CCom: Código de Comercio

CEE: Comunidad Económica Europea

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores

DGT: Dirección General de Tributos

EBITDA: *Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization*

GmbH: *Gesellschaft mit beschränkter Haftung*

LBO: *Leveraged buy-out*

LIS: Ley del Impuesto sobre Sociedades

LME: Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles

MLBO: *Merger Leveraged buy-out*

NVs: *Naamloze Vennootschappen*

PYMES: Pequeñas y medianas empresas

RDL: Real Decreto-Ley

SARL: *Société à responsabilité limitée*

SNC: Sociedades en nombre colectivo

SOPARFI: *Société de Participations Financières*

TRLSC: Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital

UE: Unión Europea

I. INTRODUCCIÓN

1.1. Justificación del estudio

La fusión apalancada plantea un desafío jurídico significativo al situarse en la intersección entre la prohibición de asistencia financiera y las operaciones de modificación estructural. Este debate no solo es relevante para la teoría jurídica, sino también para la práctica empresarial, ya que afecta la viabilidad de fusiones en el contexto de adquisiciones financiadas. Comprender las implicaciones legales, fiscales y estructurales de esta operación es crucial para garantizar la seguridad jurídica y evitar riesgos que puedan comprometer los intereses de acreedores, socios y la estabilidad patrimonial de las sociedades involucradas.

1.2. Objetivos del trabajo

El objetivo principal del estudio es interpretar el marco jurídico de las fusiones apalancadas en el contexto de la prohibición de asistencia financiera, proponiendo una solución coherente a dicha antinomia que permita llevar a cabo estas operaciones sin lesionar los bienes jurídicos protegidos. Entre los objetivos secundarios se incluyen analizar las garantías que el procedimiento de fusión apalancada ofrece a los actores implicados, examinar la normativa aplicable desde una perspectiva comunitaria y valorar las modificaciones introducidas por el Real Decreto ley 5/2023.

1.3. Metodología del trabajo

El análisis se basa en un enfoque doctrinal y jurisprudencial, desglosando los elementos normativos relevantes a través de una revisión sistemática de la legislación vigente y aportaciones doctrinales autorizadas. Además, se examinan los cambios introducidos por el Real Decreto-ley 5/2023, en comparación con las disposiciones anteriores, para evaluar su impacto en la regulación de las fusiones apalancadas y su compatibilidad con los principios generales del ordenamiento jurídico español. Finalmente, se analizarán algunas de las implicaciones fiscales derivadas de este tipo de operaciones, atendiendo a su relevancia práctica en la estructuración y ejecución de dichas operaciones.

II. LA FUSIÓN APALANCADA

2.1 Delimitación de la figura

La fusión¹ es un procedimiento societario de concentración empresarial, “*en virtud del cual dos o más sociedades mercantiles inscritas se integran en una única sociedad mediante la transmisión en bloque de sus patrimonios, y la atribución a los socios de las sociedades que se extinguen de acciones, participaciones o cuotas de la sociedad resultante, que puede ser de nueva creación o una de las sociedades que se fusionan*” (art. 22 LME)². En la práctica, las fusiones permiten reforzar la capacidad de competencia de las empresas, abaratando costes, mejorando las condiciones de producción, de distribución y de investigación y desarrollo. Son también, a veces, un medio de reorganizar la estructura de un grupo: la sociedad matriz absorbe ciertas filiales, una filial absorbe a otras, algunas filiales se fusionan entre ellas para dar origen a una nueva filial.

La fusión apalancada³, conocida en el ámbito anglosajón como *merger leveraged buy-out* (MLBO), constituye una operación societaria extraordinaria, tanto por su relevancia en la vida de las compañías involucradas como por su significativa presencia en la realidad económica. Esta modalidad de fusión tiene como principal objetivo la concentración económica y destaca por su alto grado de endeudamiento, lo que incrementa el riesgo financiero en comparación con otros tipos de conglomeraciones empresariales. Se trata, esencialmente, de una fusión que tiene lugar tras la adquisición previa de una sociedad, en la que el comprador recurre a liquidez obtenida a través de financiamiento crediticio.

Estas operaciones, que se configuran como una variante específica dentro del género de las adquisiciones apalancadas, representan una fórmula de integración empresarial que involucra a dos o más compañías. Desde un punto de vista económico, enfrentan una disyuntiva fundamental: por un lado, las mayores posibilidades de eficiencia y generación de sinergias derivadas de economías de escala; por otro, las dificultades de liquidez que

¹ González-Meneses, M., y Álvarez, S., *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Editorial Aranzadi, 2011, pp. 119-293.

² Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (BOE n.º 82, de 4 de abril de 2009). [Disposición derogada]

³ Gimeno Ribes, M., “La fusión apalancada como operación económico-financiera”, *Endeudamiento empresarial y fusión de sociedades. Contribución al estudio de la fusión apalancada*, Marcial Pons, Madrid, 2015, pp. 35-62.

pueden desembocar en situaciones concursales. Este equilibrio entre oportunidades y riesgos define el análisis de la fusión apalancada en términos económicos y jurídicos.

La delimitación de los elementos esenciales que caracterizan estas operaciones constituye el eje central del análisis que se expone a continuación. Entre estos elementos destacan las dimensiones subjetivas —relativas a los sujetos intervinientes en la operación— y las dimensiones objetivas —referentes al supuesto de hecho— donde destacan los aspectos financieros relacionados con el endeudamiento. Sin embargo, en términos jurídicos, el concepto de fusión, tal como ha sido integrado en la Ley de Modificaciones Estructurales (LME), no siempre coincide plenamente con la realidad económico-financiera de las fusiones apalancadas.

La fusión apalancada, por tanto, no sólo es un mecanismo que refleja las dinámicas de concentración empresarial, sino que también constituye un desafío regulatorio. Mientras que en términos económicos resalta la necesidad de equilibrar riesgos y beneficios, en términos legales exige una regulación precisa que contemple los intereses de todas las partes involucradas.

2.2 Regulación. Transición del artículo 35 de la Ley de Modificaciones estructurales al artículo 42 del RDL 5/2023

En el ámbito de las fusiones apalancadas, la transición⁴ del artículo 35 de la LME al artículo 42 del RDL 5/2023⁵ supone un cambio significativo en la regulación, orientado a resolver las incertidumbres jurídicas que tradicionalmente han acompañado a este tipo de operaciones. Con la entrada en vigor en junio de 2023 de este Real Decreto-Ley, la regulación mercantil aplicable a las fusiones se encuentra recogida en el Libro primero, artículos 1 a 16 (disposiciones comunes a todas las modificaciones estructurales) y artículos 33 a 57 (disposiciones específicas para la fusión).

⁴ Jiménez López, L., y Daza González, P., “La fusión apalancada como negocio que purga la prohibición de asistencia financiera”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, vol. 62, 2023, pp. 36-51.

⁵ 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. 154, de 29 de junio de 2023).

El anterior artículo 35 de la LME, establecía un marco normativo específico para las fusiones apalancadas, introduciendo requisitos adicionales orientados a salvaguardar los bienes jurídicos protegidos por la normativa de asistencia financiera, los cuales serán analizados en mayor detalle más adelante. Entre sus disposiciones más relevantes, destacaba la obligatoriedad de un informe⁶ elaborado por expertos independientes que debía pronunciarse explícitamente sobre la existencia⁷ de asistencia financiera en el proyecto de fusión. Este requisito se mantenía incluso en aquellos casos en los que existía unanimidad entre los socios respecto a la operación, lo que generaba una carga adicional en el proceso.

Este enfoque presentaba diversas problemáticas. En primer lugar, los expertos independientes, aunque eran competentes para analizar la viabilidad económica y financiera del proyecto, no estaban necesariamente cualificados para emitir juicios sobre la existencia de asistencia financiera desde un punto de vista jurídico-material. Además, la redacción del artículo asumía la posibilidad de que existiera asistencia financiera, pero no especificaba claramente en qué condiciones podía considerarse legítima, lo que generaba inseguridad jurídica en las operaciones. Este contexto derivaba en largos procesos de interpretación y negociación, dificultando la ejecución ágil de las fusiones apalancadas.

Actualmente, el artículo 42 del RDL 5/2023 elimina la obligatoriedad de que el informe de expertos incluya un pronunciamiento sobre la existencia de asistencia financiera. En su lugar, dicho informe debe centrarse en evaluar la razonabilidad de los recursos financieros y los plazos propuestos en el proyecto de fusión, asegurando la viabilidad económica y financiera de la operación. Además, el artículo 42 conserva disposiciones esenciales del marco anterior, como la obligación de justificar la operación mediante un plan económico y financiero detallado. Este enfoque promueve un equilibrio entre la flexibilidad normativa y la protección de los bienes jurídicos fundamentales, como la integridad patrimonial de la sociedad y el principio de igualdad de trato entre los socios.

⁶ 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. 35, 2010, pp. 257-265.

⁷ En el Proyecto de Ley de Modificaciones Estructurales de 2008, inicialmente no se exigía que el informe de expertos sobre la fusión mencionara la asistencia financiera. Sin embargo, una enmienda del Grupo Parlamentario Popular introdujo la obligación de que el informe incluyera una declaración explícita sobre su **existencia**, alterando el texto original que solo contemplaba la referencia a su **ausencia**.

Como se desarrollará más adelante, dichas adquisiciones deben estar respaldadas por financiamiento externo proveniente de terceros y llevarse a cabo en un plazo no mayor a tres años antes de la fusión. La normativa tiene como objetivo garantizar que tanto los socios como los acreedores dispongan de la información necesaria sobre la estructura y los antecedentes de la operación, de modo que puedan ejercer plenamente los derechos que la legislación les confiere.

2.3. Sujetos intervinientes

La fusión apalancada se define principalmente por la existencia de dos actos jurídicos esenciales: por un lado, la operación de compra y, por otro, la obtención de financiación o endeudamiento por parte de la sociedad que lleva a cabo la adquisición⁸.

En primer lugar, la compraventa se celebra entre la sociedad adquirente y los diversos accionistas o socios, incluso en los casos en que una parte de las acciones se encuentre en autocartera. Por otro lado, en el contrato de financiación, el comprador actúa como prestatario, mientras que un tercero proporciona las cantidades necesarias para llevar a cabo la adquisición.

De esta diferenciación se desprende la presencia de, al menos, cuatro sujetos principales, (pudiendo ser más en determinadas ocasiones) cuya participación se detallará más adelante. Estos son: el comprador, el vendedor, la sociedad objeto de la transacción, denominada *target*, y el ente financiador. No obstante, en el caso, poco frecuente, de una compraventa de activos —que, en opinión de autores⁹, no puede calificarse propiamente como un verdadero *leveraged Buy-out* (LBO), ya que no implica la adquisición directa de una sociedad, aunque sí un proceso de compraventa de una empresa—, el vendedor sería la propia sociedad objetivo, y los bienes objeto de transmisión serían sus activos.

⁸ Gimeno Ribes, M., *op. cit.*, p. 38.

⁹ *Ibid.*, p. 39.

a) *El comprador*¹⁰

Desde el punto de vista del comprador, este tipo de operaciones suele estar encabezado por patrocinadores financieros, también conocidos como inversores o promotores financieros. Habitualmente, la transacción está liderada por uno o dos responsables del patrocinador financiero, quienes desempeñan un papel clave en la negociación de la operativa. Aunque en la mayoría de los casos se trata de fondos de capital riesgo, no son los únicos que pueden intervenir en dichas operaciones, ya que también pueden participar inversores industriales, dependiendo del tipo de LBO del que se trate. Asimismo, pueden formar parte del comprador otros perfiles como los directivos (ya sean de la propia sociedad *target* o un equipo nuevo seleccionado específicamente) e incluso los propios trabajadores de la entidad. No obstante, dado el enfoque de este trabajo, el análisis se centrará en los patrocinadores financieros, que en general son entidades de capital riesgo¹¹ reguladas por la Ley 22/2014¹² y que captan recursos de diversas fuentes, como fondos de pensiones, bancos, aseguradoras, particulares y organismos públicos.

Los patrocinadores financieros suelen aspirar a obtener un rendimiento de su inversión que oscile entre el 15% y el 25%. Para alcanzar ese objetivo, recurren a diversas estrategias, entre las que se encuentran:

- i) Incrementar la rentabilidad del negocio, ya sea optimizando las condiciones comerciales con los proveedores, reduciendo el personal o aumentando la productividad de los empleados.
- ii) Fomentar el crecimiento de las ventas o redefinir el enfoque estratégico.
- iii) Integrar la sociedad *target* con otras empresas que ya formen parte de la cartera del patrocinador financiero, con el fin de generar sinergias y potenciar el crecimiento.

¹⁰ Serrano Acitores, A., “Capítulo Tercero: Tipología y partes intervinientes en las operaciones LBO”, *Leveraged Buyouts: El Sistema Contractual de las Adquisiciones Apalancadas de Empresas por Operadores de Capital Riesgo*, Thomson Reuters Aranzadi, Madrid, 2013, pp. 143-162.

¹¹ Álvarez Arjona, J. M. et al., *Capital riesgo (private equity): aspectos regulatorios, mercantiles, financieros, fiscales y laborales*, Editorial Aranzadi, 2006.

¹² Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (BOE núm. 275, de 13 de noviembre de 2014).

iv) Deshacerse de activos que no sean esenciales para el negocio.

No obstante, la estrategia principal que utilizan los patrocinadores financieros para incrementar el rendimiento de su inversión consiste en maximizar la financiación mediante deuda y reducir al mínimo la cantidad de capital propio que deben aportar para la adquisición de la sociedad *target*. Asimismo, para estos patrocinadores resulta clave poder obtener una rentabilidad clara de la inversión en un plazo razonable tras la compra, haciendo efectivas las plusvalías generadas de forma evidente.

Por añadidura, algunos autores¹³ señalan que es cada vez más habitual que los patrocinadores financieros conformen consorcios para llevar a cabo la adquisición de una Sociedad *target* específica. Esta estrategia les permite participar en operaciones de mayor magnitud, ya que, por un lado, facilita el acceso a financiación externa y, por otro, les posibilita realizar mayores aportaciones de capital propio de forma conjunta. Del mismo modo, también se observa con creciente frecuencia la colaboración entre patrocinadores financieros e inversores industriales o comerciales, con el objetivo de aprovechar sus conocimientos especializados y generar sinergias con sus respectivas actividades empresariales.

b) *La target*¹⁴

La sociedad *target*, también conocida como sociedad objetivo, es aquella entidad que se encuentra en el eje central de un proceso de compraventa o fusión empresarial. Esta sociedad representa el activo estratégico que el comprador busca adquirir para alcanzar determinados objetivos económicos, estratégicos o operativos. Por lo tanto, el éxito de una operación de LBO dependerá, en gran medida, de la correcta selección de la sociedad *target*.

Las principales características que debe tener la sociedad *target* pueden agruparse entre características¹⁵ de índole financiera, que permitan hacer frente a los costes y gastos financieros derivados de la deuda de adquisición, y características de índole operativa,

¹³ Serrano Acitores, A., *op. cit.*, p. 154.

¹⁴ Gimeno Ribes, M., *op. cit.*, p. 41.

¹⁵ Pérez López, Á., y Álvarez Couso, I., “La financiación de la adquisición de empresas. Financiación bancaria y vía mercado de capitales”, en Jordano Luna, M. (coord.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas. Actualizado al RDL 5/2023, de 28 de junio* (4.ª ed.), La Ley, Madrid, 2024, pp. 153-197.

que permitan el crecimiento y desarrollo del negocio, así como el incremento del valor de la *target* con perspectivas a medio y largo plazo.

Dentro del ámbito financiero, es necesario que la *target*:

- Haya mostrado una rentabilidad sostenida en el tiempo, que refleje una trayectoria de crecimiento constante y la capacidad de mantener unos márgenes superiores a los de otras empresas del mismo sector.
- Genere flujos de caja sólidos, estables y recurrentes, que permitan cubrir sin dificultades los costes e intereses derivados de la financiación de la compra.
- Disponga de activos o negocios tangibles y libres de cargas (o, en caso de estar gravados, que dichas cargas no disminuyan excesivamente el valor del activo) susceptibles de ser transmitidos de forma independiente si fuese necesario para amortizar la deuda de adquisición.

En cuanto a las características operativas de la sociedad *target* destacan:

- La existencia de un equipo directivo altamente cualificado y con experiencia en el sector.
- Una posición fuerte en el mercado y una marca bien consolidada.
- La posibilidad de que, una vez realizados aquellos ajustes que resulten necesarios para reducir costes innecesarios y eliminar ineficiencias, el plan de negocio muestre un potencial de crecimiento estable.

Desde la perspectiva de los vendedores¹⁶, pueden identificarse los siguientes perfiles:

- Grandes grupos empresariales (tanto cotizados como no cotizados) que deciden desprenderse de una o varias de sus divisiones no estratégicas, vendiéndolas a un patrocinador financiero, el cual pasará a gestionarlas de forma autónoma como una entidad independiente.
- Patrocinadores financieros que, buscando una vía de salida, venden a otro patrocinador financiero una empresa que forma parte de su cartera y que fue adquirida mediante un proceso de compra apalancada.
- Los socios fundadores de grandes empresas que buscan vender dicho negocio en su totalidad a un patrocinador financiero con el objetivo de hacer líquida su

¹⁶ Serrano Acitores, A., *op. cit.*, pp. 154-157.

inversión y monetizar su patrimonio, algo habitual en países como Alemania, donde muchas empresas de tamaño considerable permanecen bajo control privado.

- Socios de empresas familiares que, ante la dificultad de asegurar un relevo generacional efectivo en la gestión, optan por vender la empresa, obteniendo así una liquidez inmediata que puede repartirse entre las distintas ramas familiares en conflicto. Este es un fenómeno frecuente en España, donde una parte significativa del tejido empresarial está compuesto por pequeñas y medianas empresas (PYMES) de carácter familiar.

La sociedad *target*¹⁷ representa, por lo tanto, el núcleo de cualquier operación de adquisición, ya que sus características particulares son las que motivan la participación de las partes implicadas. Estas razones pueden variar, pero suelen girar en torno a empresas con bajo rendimiento, próximas a la insolvencia o con potencial para generar sinergias y economías de escala. En el caso de compañías que no están rindiendo al máximo, un inversor puede ver una oportunidad para adquirirlas, llevando a cabo una reestructuración y mejorando su eficiencia operativa, con el objetivo de obtener beneficios a medio o largo plazo. Si el comprador no dispone de suficiente capital propio, puede recurrir al endeudamiento para financiar la operación.

Cuando la empresa objetivo se encuentra en situación concursal o preconcursal, una adquisición apalancada puede utilizarse como herramienta de refinanciación para evitar su desaparición, aunque ello conlleve mayores riesgos financieros. En ciertos casos, sin embargo, el verdadero objetivo del comprador puede ser eliminar a un competidor, lo que podría derivar en una despatrimonialización de la empresa adquirida, situación que requiere una intervención del Derecho para evitar abusos.

Por último, otra motivación habitual es la integración patrimonial bajo un control común, ya sea mediante una integración vertical (hacia adelante o hacia atrás) o a través de la concentración empresarial. Esta estrategia busca mejorar la productividad gracias al aumento del tamaño y a la diversificación dentro de la cadena de valor. En este tipo de operaciones, el apalancamiento es fundamental, especialmente cuando el comprador no cuenta con fondos propios suficientes, aunque siempre deberá valorar si el riesgo

¹⁷ Gimeno Ribes, M., *op. cit.*, p. 42.

financiero asumido se compensa con las mejoras previstas y si los ingresos futuros permitirán afrontar el pago de la deuda contraída.

c) *El vehículo*¹⁸

Los inversores deben determinar cuál es la estructura societaria más adecuada para llevar a cabo la inversión, así como la nacionalidad y la forma jurídica de los vehículos que se utilicen a tal efecto, y establecer la regulación aplicable a cada uno de ellos. En el caso de que participen varios inversores, será necesario suscribir uno o varios acuerdos de inversión donde se recojan aspectos clave como la distribución porcentual de participación en los diferentes vehículos, el tipo y el importe de las aportaciones exigidas, las materias reservadas, las mayorías requeridas para la toma de decisiones, la posible inclusión de derechos de veto, derechos de adquisición preferente, derechos de acompañamiento (*tag-along*) y/o derechos de arrastre (*drag-along*) en situaciones de venta de participaciones, así como el sistema de designación de los cargos dentro del órgano de administración.

La decisión sobre la nacionalidad y el tipo societario de la sociedad vehículo a través de la cual se articulará la inversión y se realizará la adquisición de la sociedad *target* se adoptará teniendo en cuenta la **eficiencia fiscal de la operación** en su conjunto, considerando incluso una eventual desinversión futura. En este sentido, es frecuente que dicha sociedad esté domiciliada en España, lo que permite que tanto la sociedad vehículo como la *target* puedan acogerse al régimen especial de consolidación fiscal previsto en la Ley del Impuesto sobre Sociedades (LIS), régimen que se analizará en detalle en el apartado dedicado a los aspectos fiscales de estas operaciones.

Adicionalmente, es habitual que la sociedad vehículo adopte la forma de sociedad de capital, principalmente como sociedad de responsabilidad limitada o sociedad anónima. Aunque la elección entre una u otra dependerá de las características específicas de cada operación, en la práctica los inversores suelen optar por la sociedad de responsabilidad limitada debido a las menores exigencias formales que implica su gestión. Normalmente, esta sociedad será constituida expresamente para la operación, evitando así los posibles riesgos derivados de una actividad previa.

¹⁸ Pérez López, Á., y Álvarez Couso, I., *op. cit.*, p. 157.

d) *El ente financiador*¹⁹

En el segundo negocio que forma parte de la transacción objeto de estudio, el endeudamiento o financiación implica tanto al comprador como a un tercero que actúa como prestamista. Algunos autores²⁰ sostienen que, puede haber adquisición de empresas sin financiación ajena, pero que una operación de LBO resulta inviable sin ella. De hecho, una característica esencial del LBO es precisamente que una parte significativa del precio de adquisición se financia mediante endeudamiento, lo que convierte a los entes financiadores en partes clave del proceso.

En este tipo de adquisiciones apalancadas, se utilizan distintos instrumentos financieros para cubrir la necesidad de deuda. Entre los más habituales se encuentran la deuda sénior, la deuda *second lien*, la deuda *mezzanine* y la financiación puente (destinada a ser refinanciada en los mercados de capital). La participación de múltiples entidades financieras obedece principalmente al elevado importe económico de estas operaciones, que hace que ninguna entidad quiera asumir en solitario todo el riesgo. Por eso, parte o la totalidad del crédito necesario para adquirir la *target* se distribuye en los mercados bancarios mediante sindicaciones.

Normalmente, la venta de la empresa y la sindicación de la deuda no pueden realizarse simultáneamente. Por esta razón, una o varias entidades bancarias se encargan inicialmente de suscribir la financiación, y la sindicación tiene lugar una vez firmada la operación. La entrega de fondos líquidos al comprador está acompañada de una serie de cautelas diseñadas para mitigar el riesgo de impago. Estas cautelas incluyen garantías destinadas a asegurar la satisfacción del crédito en el futuro. Entre ellas, se encuentran las garantías reales, que pueden establecerse sobre bienes de la sociedad adquirente o sobre activos externos, pero no sobre elementos de la sociedad *target*, debido a las restricciones de las legislaciones europeas, que prohíben la asistencia financiera en estos casos, como se detallará mas adelante.

¹⁹ Gimeno Ribes, M., *op. cit.*, pp. 43-45.

²⁰ Serrano Acitores, A., *op. cit.*, p. 157.

Una situación diferente se da cuando, tras la adquisición financiada, se pacta una fusión entre la empresa compradora y la *target*²¹. Este supuesto, que es precisamente el objeto de estudio del presente trabajo, presenta ventajas para el prestamista, ya que, desde el punto de vista jurídico, las limitaciones a la asistencia financiera no suelen aplicarse de forma directa a las fusiones. Además, este tipo de integración permite que el conjunto del patrimonio de ambas entidades quede afectado, a diferencia de lo que ocurre con garantías concretas sobre bienes individuales. No obstante, esta vía puede dar lugar a conflictos con otros acreedores en igualdad de condiciones, lo que no sucede con las garantías hipotecarias o pignoraticias, donde rige el principio “*prior tempore potior iure*” (el primero en el tiempo tiene preferencia en el derecho).

Otra herramienta habitual en estas operaciones son las cláusulas contractuales denominadas *covenants*, que imponen ciertas restricciones al comportamiento financiero de la sociedad deudora —o de la sociedad resultante de una fusión—. Estas cláusulas pueden, por ejemplo, limitar la distribución de dividendos u otras salidas de efectivo que superen determinados umbrales, con el fin de asegurar un mínimo de liquidez destinado a la devolución de la deuda. Este tipo de acuerdos representa una vía indirecta de protección para los acreedores implicados en la operación. La prohibición de asistencia financiera, al impedir la constitución de garantías reales sobre el patrimonio de la *target*, favorece el uso de fusiones y *covenants* como mecanismos sustitutivos de garantía.

2.4. Supuesto de hecho²²

El supuesto de hecho regulado es aquel en el que una sociedad (ya existente o creada específicamente para ello) se endeuda para adquirir el control o determinados activos de otra entidad. Posteriormente, y en todo caso **dentro de los tres años siguientes a la adquisición**, tiene lugar una fusión entre ambas compañías. Esta puede adoptar la forma de una fusión directa, en la que la sociedad endeudada absorbe a la adquirida (conocida como *forward merger* LBO), o bien una fusión inversa, en la que es la sociedad adquirida la que absorbe a la entidad compradora endeudada (denominada *reverse merger* LBO). En cualquiera de los dos escenarios, el resultado es que la deuda termina siendo

²¹ Alonso Soto, R. J., “Las operaciones de fusión”, en Álvarez Arjona, J. M. y Carrasco Perera, Á. (coords.), *Fusiones y adquisiciones de empresas*, Civitas-Thomson Reuters, Madrid, 2004, pp. 497–518.

²² González-Meneses, M., y Álvarez, S., *op. cit.*, pp.119-293.

respaldada por la totalidad del patrimonio de la entidad fusionada siendo lo más habitual que se produzca una fusión inversa, en la que la sociedad *target* termina integrando a la sociedad matriz.

Con la finalidad de otorgar mayor claridad y transparencia a este tipo de operaciones, se establece un procedimiento de fusión reforzado en el que, además de los requisitos generales de la fusión, le son aplicables las siguientes normas contempladas en el actual artículo 42 del RDL 5/2023:

“1ª. El proyecto común de fusión debe indicar los recursos y plazos previstos para la satisfacción por la sociedad resultante de las deudas contraídas para la adquisición del control o de los activos.

2ª. El informe de administradores debe contener:

- las razones que justificaron la adquisición del control o de los activos y la operación de fusión; y

- un plan económico y financiero, con expresión de los recursos y la descripción de los objetivos que se pretendan conseguir.

3ª. El informe de experto o expertos independientes debe contener un juicio sobre la razonabilidad de las especiales indicaciones en el proyecto de fusión e informe de administradores a que se refieren los dos apartados anteriores. En estos supuestos, el informe de experto independiente sobre el proyecto común de fusión siempre es necesario, incluso aunque la fusión se haya acordado en junta universal y por unanimidad.”

Como se ha señalado previamente, el régimen establecido por el RDL 5/2023 elimina la obligación que tenía el experto de pronunciarse sobre la posible existencia de asistencia financiera, tal como se exigía en la normativa anterior. Según algunos autores²³, esta exigencia era perturbadora y presentaba un alcance jurídico incierto, debido a la inaplicabilidad general de la prohibición de asistencia financiera en operaciones

²³ Alonso, L. et al., “Cuestiones relevantes del nuevo régimen de modificaciones estructurales” Clifford Chance, 2023 (Disponible en: <https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2023/07/Cuestiones-relevantes-nuevo-regimen-modificaciones-estructurales.pdf>; última consulta 22/03/2025).

societarias como la fusión, que cuentan con su propio marco de protección para socios y acreedores. Este problema era evidente en la práctica, donde los expertos solían recurrir a fórmulas atípicas y cautelosas al abordar esta cuestión específica.

a) *La adquisición*

Una vez que los inversores han definido y acordado los términos de su relación en todos los niveles y se ha asegurado la financiación necesaria, se procede a ejecutar la adquisición. En esta fase, los inversores pasan a ostentar la propiedad total o mayoritaria del capital social de la sociedad *target*. A partir del momento en que se produce el cambio de control, será imprescindible dar cumplimiento, en el orden establecido, a los compromisos adquiridos con los financiadores, especialmente en lo relativo a la constitución de las garantías pactadas. Se aplicará la norma a dos tipos de adquisiciones²⁴:

- Adquisición del control de una sociedad por otra participante en la fusión. Aunque la normativa no ofrece una definición concreta del concepto de control, generalmente se entiende que este se produce cuando se posee más del 50 % de los derechos de voto, lo que generalmente, se logra mediante la adquisición de acciones o participaciones sociales que superen dicho porcentaje del capital social. Sin embargo, resulta razonable extender su aplicación a cualquier adquisición de control efectivo, por lo que deben considerarse las presunciones establecidas en el artículo 42.1 del Código de Comercio (CCom).
- Adquisición de activos. Se considera análoga a la situación del apartado anterior la adquisición de bienes que resulten “esenciales para el funcionamiento habitual de la empresa o relevantes por su valor patrimonial”. La intención del legislador en este punto parece partir de la suposición de que los fondos obtenidos por la sociedad vendedora tras la venta del activo serán distribuidos entre los socios, ya sea en forma de dividendos o mediante la devolución de aportaciones. Esta disposición legal se orienta, por tanto, a prevenir posibles supuestos de fraude de ley. Uno de los principales retos que plantea es cómo determinar si un activo posee

²⁴ Álvarez Royo-Villanova, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera: el Art 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales”, *El Notario del Siglo XXI*, n.º 30, 2010 (Disponible en: <https://www.elnotario.es/especial-50-numeros-de-ensxxi/70-secciones/academia-matritense-del-notariado/1245-fusion-apalancada-y-asistencia-financiera-el-art-35-de-la-ley-de-modificaciones-estructurales-0-8764917365056386>; última consulta 10/03/2025).

ese carácter esencial o significativo en términos patrimoniales. En este sentido, dado que el propósito de la norma es impedir eludir el régimen del caso principal, su aplicación se limitará a aquellos supuestos en los que los activos transmitidos representen la totalidad o una parte sustancial del patrimonio de la sociedad que vende, o pasen a constituir el núcleo patrimonial de la entidad resultante de la fusión.

b) *El endeudamiento*

La composición de la deuda²⁵ que caracteriza a la operación se divide principalmente en dos grandes grupos: la deuda sénior y la deuda subordinada. Dentro de estas dos grandes categorías se amparan diversos instrumentos según sus propias características.

La deuda sénior, contemplada dentro de la categoría de fuentes de financiación de *first lien secured debt*, constituye sin duda la deuda emitida con mayor calidad crediticia y suele representar aproximadamente el 40% del total de la financiación. Se trata de instrumentos de deuda —como préstamos o bonos— que ocupan la posición prioritaria en el orden de prelación frente a otras categorías en caso de impago por parte de la sociedad financiada. Desde la perspectiva del prestamista, esta modalidad resulta menos rentable al estar asociada a tipos de interés más bajos, compensados por su menor nivel de riesgo.

El alto grado de apalancamiento²⁶ que caracteriza a las operaciones de LBO dispara los niveles de alerta en las sociedades prestamistas, que adoptan distintas medidas para protegerse frente a una eventual falta de reembolso. Además de participar en estructuras sindicadas con otras entidades financieras, diseñan mecanismos que les otorgan privilegios de cobro frente a otros acreedores, incluso por delante de la distribución de dividendos o del reparto de activos en caso de liquidación o insolvencia, aun si ello reduce su rentabilidad.

²⁵ Carretero Pires, A., *Operaciones de compra apalancada de empresas y la creación de valor. El impacto de la estructura financiera*, Tesis doctoral, Universidad Rey Juan Carlos, Madrid, 2017, pp. 92-99.

²⁶ Pérez Martín, E., “El contrato entre acreedores. Pactos de subordinación”, en Manzanares Secades, A. (coord.), *Estudios sobre Financiaciones Sindicadas*, Aranzadi, Navarra, 1.ª ed., 2017.

La deuda sénior puede dividirse en garantizada y no garantizada. La deuda sénior garantizada (*secured*) ofrece mayor seguridad, ya que está respaldada por un activo específico, como un activo financiero o colateral. En cambio, la deuda sénior no garantizada (*unsecured*) no cuenta con un activo específico como respaldo. En caso de concurso de acreedores o liquidación de la compañía, su pago depende de la venta de los activos generales de la sociedad, lo que supone un mayor riesgo en comparación con la garantizada.

En el ámbito de la deuda bancaria, un préstamo implica que una entidad financiera proporciona una cantidad fija de dinero a un prestatario, quien debe reembolsarlo en un plazo determinado junto con los intereses generados según el calendario acordado. El préstamo está integrado en la primera línea en el orden de prelación de cobro, y suele estar asegurado (*first lien secured debt*) por una serie de garantías que se solicitan al receptor y por el cumplimiento de ciertos requisitos, generalmente asociados al mantenimiento de unos ratios financieros concretos y un perfil crediticio específico (*covenants*). Al llegar la fecha de vencimiento, el prestatario debe devolver el capital prestado. Los préstamos suelen clasificarse con letras (A, B, C, etc.) según el prestamista, la fecha de vencimiento, el calendario de pago, la tasa de interés aplicable y otras condiciones específicas. El tramo A generalmente tiene un período de amortización de entre 6 y 7 años, mientras que los tramos B y C suelen liquidarse en su totalidad al vencimiento y tienen plazos más largos. Para reducir el riesgo asociado a estos préstamos, los bancos suelen agruparse en sindicaciones o vender la deuda en mercados secundarios a otros inversores, como fondos de pensiones, *hedge funds* o fondos de inversión.

La deuda subordinada²⁷, por su parte, es un tipo de instrumento financiero dentro de la categoría de renta fija que se distingue por poseer un nivel de riesgo superior en comparación con otras formas de deuda. Su principal característica es la subordinación, lo que significa que, en caso de insolvencia del emisor, los titulares de estos instrumentos se sitúan en un nivel inferior dentro del orden de prelación de pagos, es decir, después de que se hayan satisfecho las obligaciones con los acreedores ordinarios. Este tipo de financiación ofrece una rentabilidad más elevada que otros activos de deuda, puesto que

²⁷ García Mandaloniz, M., "Participación y/o subordinación en los instrumentos de financiación", *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 247, 2003, pp. 279-314.

supone la asunción de un mayor riesgo de impago en caso de liquidación de la sociedad emisora. Por ello, cualquier inversor interesado en adquirir bonos subordinados debe evaluar cuidadosamente la solidez financiera del emisor y su capacidad de pago antes de que venza el bono, para asegurarse de que la rentabilidad que se espera obtener es concorde al nivel de riesgo asumido.

Además, la deuda subordinada presenta una importante limitación en términos de liquidez. Debido a la naturaleza de estos instrumentos financieros, su venta en el mercado secundario puede resultar complicada, ya que la falta de demanda puede obligar al titular a aceptar una pérdida significativa respecto al valor inicialmente invertido. Por su estructura y características, la deuda subordinada se asemeja a las participaciones preferentes y, en muchas ocasiones, se clasifica como un instrumento híbrido de capital. Esta similitud radica en su función como una alternativa a la financiación tradicional y su combinación de elementos propios tanto de la deuda como del capital, lo que implica tanto ventajas como riesgos adicionales para los inversionistas.

La deuda *mezzanine*²⁸, también conocida como deuda de entresuelo²⁹, constituye una modalidad de financiación intermedia entre la deuda sénior y los recursos propios. Su principal ventaja radica en su flexibilidad, ya que puede adaptarse a las circunstancias particulares de cada empresa. Su objetivo es cubrir esa parte del capital necesario que las entidades financieras no están dispuestas a proporcionar debido al elevado nivel de apalancamiento existente. Esta financiación permite a los accionistas reducir su aportación de capital propio y, al mismo tiempo, aumentar su rentabilidad al repartirse los beneficios entre un número menor de inversores.

Precisamente por su capacidad de disminuir la necesidad de realizar grandes aportaciones de equity por parte de los inversores, la deuda *mezzanine* se emplea con frecuencia en grandes operaciones de fusiones y adquisiciones, siendo especialmente común en las operaciones LBO. Aunque su coste es superior al de la financiación bancaria tradicional —con tipos de interés que oscilan entre el 5 % y el 7 %— resulta más económico que recurrir al capital, cuyo coste puede superar el 20 %. El reembolso de esta deuda puede

²⁸ Pérez López, Á., y Álvarez Couso, I., *op. cit.*, p. 179.

²⁹ Serrano Acitores, A., *op. cit.*, p. 174.

llevarse a cabo de distintas formas: mediante pagos regulares de intereses (por ejemplo, cupones semestrales o anuales), mediante la capitalización de los intereses y su abono en el momento del vencimiento, o mediante la entrega de opciones sobre acciones (warrants). La devolución del capital prestado suele producirse de forma íntegra al final del plazo, que normalmente se sitúa entre los 8 y 12 años, frente a los 5-7 años habituales en la deuda convencional. Esta estructura permite a la empresa aliviar su carga financiera inicial y conservar liquidez para destinarla a su crecimiento.

En lo que respecta al orden de prelación de pagos, la deuda *mezzanine* se considera subordinada respecto a la deuda sénior. Esto implica que, en caso de insolvencia o liquidación de la empresa, su reembolso se producirá únicamente después de que se haya satisfecho la deuda principal, pero con prioridad sobre el reparto de capital a los accionistas. Frente a los bonos de alto rendimiento, la deuda *mezzanine* se presenta como una opción más accesible, dado que estos últimos suelen estar dirigidos a grandes corporaciones con una mayor capacidad financiera.

Además de las formas de financiación ya mencionadas, en el contexto de una operación de LBO es habitual recurrir a otros instrumentos financieros³⁰. Entre ellos, destacan especialmente los siguientes:

- *Deuda second lien*: constituye una forma intermedia entre la deuda sénior y la deuda *mezzanine*. Aunque ostenta el mismo nivel de prioridad en el cobro que la deuda sénior, se encuentra subordinada respecto a las garantías, lo que significa que, en caso de ejecución, las garantías asociadas a la deuda sénior tienen preferencia.
- Préstamos participativos³¹ regulados en el artículo 20 del Real Decreto-ley³² 7/1996 y caracterizados por:
 - a) La retribución del prestamista se basa en un interés variable ligado a la evolución de la empresa prestataria, que puede medirse a través del beneficio neto, volumen de negocio, patrimonio o cualquier otro indicador

³⁰ *Ibid.*, p. 179.

³¹ Broseta Pont, M., "Régimen de los 'préstamos participativos'", *Revista de derecho bancario y bursátil*, año 4, n. 14, 1984, pp. 247-292.

³² Real Decreto-ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica (BOE núm. 139, de 8 de junio de 1996).

pactado entre las partes. También se puede establecer un tipo de interés fijo adicional, con independencia de esa evolución.

b) Es posible incluir cláusulas que penalicen la amortización anticipada del préstamo. En cualquier caso, la amortización anticipada solo se permite si se compensa con una ampliación de capital de igual importe, siempre que esta no proceda de la actualización de activos.

c) En cuanto al orden de prelación, los préstamos participativos se sitúan por detrás de los acreedores ordinarios.

d) A efectos de las normas sobre reducción de capital y disolución de sociedades contempladas en la legislación mercantil, estos préstamos³³ tienen la consideración de patrimonio neto.

Con todo ello, el coste del endeudamiento, es decir, el riesgo financiero inherente, bien al grupo, bien, de manera mucho más evidente, a la sociedad resultante de la fusión, se extiende a la *target*. Y precisamente, se produce una “extensión³⁴” porque, el riesgo de impago afecta igualmente a la sociedad adquirente, puesto que, en el caso de grupo, ella es la obligada principal (y sólo indirectamente quedaría afectada la filial), y, en el supuesto de fusión, los patrimonios de compradora y objetivo quedan integrados en la compañía resultante. No obstante, dado que la sociedad compradora suele ser una entidad de nueva constitución, con un patrimonio escaso o incluso inexistente más allá de su participación en la sociedad objetivo, puede afirmarse, al menos desde un punto de vista económico, que el verdadero peso de la deuda se traslada a esta última.

La doctrina³⁵ ha matizado el estudio de los aspectos fundamentales del endeudamiento en el contexto de las operaciones de adquisición apalancada, poniendo el foco tanto en su estructura jurídica como en sus implicaciones económicas:

En cuanto a la cuantía de la deuda, aunque el propósito de la normativa es evitar niveles excesivos de endeudamiento, lo cierto es que la legislación no establece un umbral mínimo que concrete (en términos de cuantía absoluta o en proporción al valor de la

³³ Barreiro González, J., “Breve introducción al préstamo sindicado”, en *Estudios sobre Financiaciones Sindicadas*, Aranzadi, Pamplona, 1.ª ed., 2017.

³⁴ Gimeno Ribes, M., *op. cit.*, p. 45.

³⁵ González-Meneses, M., y Álvarez, S., *op. cit.*, pp. 119-293.

empresa, su EBITDA u otros parámetros) cuándo se considera que existe un endeudamiento excesivo. Por lo tanto, cualquier endeudamiento destinado a una adquisición, independientemente de su magnitud, permite la aplicación de la norma. Es por ello que, a futuro, podría valorarse la posibilidad de restringir su aplicación únicamente a aquellos casos en los que se superen determinadas ratios financieros. No obstante, fijar de manera general y anticipada qué nivel de endeudamiento coloca a una empresa en una situación de riesgo resulta complicado, ya que esta valoración depende en gran medida de las características concretas de cada entidad.

En cuanto al propósito de la financiación³⁶, lo determinante para la aplicación de la norma no es que la sociedad adquirente tenga deudas de forma genérica —ya que, en este supuesto, se presume que los acreedores de las otras sociedades implicadas en la fusión ya cuentan con la protección que ofrece el derecho de oposición—, sino que dichas deudas hayan sido contraídas específicamente **con la finalidad de adquirir el control o determinados activos**. Por tanto, debe existir una conexión de tipo causal o finalista entre el endeudamiento y la operación de adquisición. Ahora bien, este enfoque finalista debe interpretarse de manera objetiva: lo determinante para la aplicación de la norma no es que la operación de financiación esté expresamente destinada a la adquisición de una sociedad o de sus activos, sino que los fondos obtenidos hayan sido efectivamente aplicados a dicha finalidad. En este sentido, el uso real del capital prevalece sobre su calificación formal. Resulta irrelevante, por tanto, que en la documentación contractual no se haga constar de forma explícita que la financiación está vinculada a la operación de adquisición o a una posterior fusión, siempre que en la práctica dicha relación finalista pueda apreciarse.

Respecto al elemento temporal, tal y como se ha expuesto a lo largo de este análisis, la deuda que activa la aplicación de la norma debe haber sido contraída dentro de los tres años inmediatamente anteriores a la fusión. Sin embargo, surgen varias cuestiones a la hora de determinar cuál es el momento crucial en este proceso complejo que conlleva una fusión: ¿la fecha de suscripción del proyecto de fusión?, ¿la de su depósito?, ¿la del último acuerdo de las juntas?, ¿la de la escritura?, ¿o la de la inscripción registral? Desde una

³⁶ Vives Ruiz, F., y López-Jorrín Hernández, Á., “Las fusiones apalancadas (Art. 42 del Real Decreto-Ley 5/2023)”, en Jordano Luna, M. (coord.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas. Actualizado al RDL 5/2023, de 28 de junio* (4.ª ed.), La Ley, Madrid, 2024, pp. 887-924.

perspectiva notarial y registral³⁷, la respuesta más coherente es considerar como referencia la **fecha de suscripción del proyecto de fusión**. Esta conclusión se basa en que los requisitos establecidos por la norma exigen que determinadas menciones consten expresamente en el proyecto de fusión o en el informe del experto independiente vinculado al mismo. Por tanto, en el momento de su redacción, debe presumirse que ya se han cumplido las condiciones previstas en el supuesto de hecho. Ello justifica que sea precisamente la fecha de suscripción del proyecto la que marque el momento relevante, ya que, en ese punto del procedimiento, aún no se conoce con certeza cuándo se adoptará el acuerdo definitivo, ni cuándo se otorgará la escritura o se practicará la inscripción registral.

Respecto al *dies a quo*³⁸, es decir, la fecha inicial para el cómputo del plazo comienza a contarse desde el **momento en que realmente nace la deuda o la obligación**, y no desde que se produce la celebración del contrato que origina la financiación. Por ejemplo, si se suscribe un contrato de préstamo o crédito cuya disposición de los fondos se aplaza tres años, lo relevante es el momento en que efectivamente se hace uso de los fondos, ya que es entonces cuando la deuda se considera nacida.

Finalmente, respecto a la exigibilidad y vencimiento, de conformidad con la finalidad que persigue la norma, resulta esencial que la deuda originada con ocasión de la adquisición se mantenga vigente al momento en que se produce la fusión. El hecho de que la deuda inicial haya sido objeto de refinanciación o modificación posterior no altera la aplicabilidad de la norma. Lo verdaderamente decisivo es que la obligación actualmente exigible derive, en última instancia, de la operación de adquisición del control societario.

³⁷ Álvarez Royo-Villanova, S., *op. cit.*

³⁸ Vives Ruiz, F., y López-Jorrín Hernández, Á., *op.cit.*, p. 907.

c) *La fusión*³⁹

Uno de los fines fundamentales en cualquier operación de LBO es lograr que la deuda generada para la adquisición pueda ser satisfecha con los activos y flujos de caja de la sociedad *target*, sin que ello implique vulnerar la prohibición de asistencia financiera existente en el ordenamiento jurídico español, que será analizada más adelante. Para alcanzar este objetivo, se emplean principalmente dos vías: (i) mantener la separación jurídica entre la sociedad vehículo y la *target*, de modo que aquella pueda recibir los recursos necesarios para atender la deuda a través del reparto de dividendos, una reducción de capital con devolución de aportaciones o mediante el reembolso de préstamos concedidos a la *target*; o bien (ii) proceder a la integración patrimonial de ambas entidades, permitiendo que sea la propia *target* quien asuma directamente la deuda de adquisición y responda con la totalidad de su patrimonio, siendo este segundo supuesto el objeto específico del presente análisis.

Hasta la entrada en vigor de la LME, no existía una norma específica aplicable para este tipo concreto de fusión, por lo que resultaban de aplicación las normas generales sobre la fusión de sociedades mercantiles. En este sentido, la doctrina mayoritaria consideraba válidas las operaciones de LBO y las entendía compatibles con la prohibición de asistencia financiera, basándose en que tanto el ordenamiento jurídico en su conjunto como la normativa particular sobre fusiones ya contemplaban una serie de garantías y mecanismos de protección adecuados para los socios y acreedores de la sociedad *target*. Entre estos mecanismos se encontraban, por ejemplo, la determinación de la ecuación de canje, los procedimientos formales para la aprobación de la operación, el derecho de oposición de los acreedores y el derecho de impugnación.

Con posterioridad a la entrada en vigor de la LME, es necesario tener en cuenta la regulación que se establecía en el antiguo artículo 35 de la LME y que ahora se recoge en el artículo 42 del RDL 5/2023 en relación con las fusiones apalancadas. Este artículo impone una serie de obligaciones adicionales en cuanto al contenido que, en estos casos, debe contener el proyecto de fusión, el informe de los administradores sobre el proyecto de fusión y el informe del experto independiente sobre el proyecto de fusión. Cabe

³⁹ Pérez López, Á., y Álvarez Couso, I., *op. cit.*, pp. 162-164.

destacar, como se ha mencionado anteriormente, que dicho artículo 42 ya no exige que el informe emitido por el experto independiente determine «*si existe asistencia financiera*» como ocurría con el derogado artículo 35, sino que dicho informe únicamente debe pronunciarse sobre la razonabilidad de las cuestiones adicionales que deben cubrir el proyecto de fusión y el informe de administradores en estos casos.

En términos generales, y aunque existe un amplio debate doctrinal⁴⁰ al respecto, la doctrina mayoritaria entiende que los mencionados requisitos que establecía el artículo 35 (en concreto, el pronunciamiento específico del experto independiente en relación con la existencia de asistencia financiera) tienen un carácter informativo y no sustantivo. Por ello, su cumplimiento se agota con la inclusión de las menciones legalmente establecidas en el proyecto de fusión, informe de administradores e informe de experto, sin que, como consecuencia de dichas menciones la operación de fusión deba ser paralizada por el registrador mercantil competente; todo ello sin perjuicio de los derechos de oposición e impugnación que puedan ejercer, en su caso, los socios y acreedores de aquellas sociedades que participen en la fusión.

⁴⁰ Vives Ruiz, F., y López-Jorrín Hernández, Á., *op. cit.*, pp. 912-916.

III. LA ASISTENCIA FINANCIERA

3.1. Normativa comunitaria⁴¹

La regulación de la asistencia financiera ha sido una cuestión central en el derecho societario, especialmente en el contexto europeo, donde los distintos sistemas legales han abordado esta materia de manera diversa. El concepto de asistencia financiera está estrechamente vinculado a la protección del capital social y los intereses de los acreedores, y su tratamiento ha evolucionado en función de las necesidades económicas y las tradiciones jurídicas de cada país. Este análisis aborda los orígenes y la situación actual de la asistencia financiera en el Reino Unido, Italia, Alemania, Francia, Luxemburgo, Países Bajos y España, destacando las diferencias en sus enfoques normativos.

3.1.1 Reino Unido⁴²

El origen de la regulación de la asistencia financiera en el Reino Unido se remonta al siglo XIX, con el caso *Trevor v. Whitworth*, en el que se establecieron principios fundamentales para proteger el capital social de las sociedades. Este caso dio lugar a la inclusión de una prohibición explícita en la *Companies Act* de 1929, que buscaba evitar las operaciones apalancadas que pudieran comprometer la solvencia de las empresas. La normativa inglesa evolucionó con el tiempo, ampliándose y detallándose en sucesivas reformas legislativas, como las *Companies Acts* de 1948 y 1985, que introdujeron excepciones específicas, como la financiación para empleados (*employee buy-outs*).

En la actualidad, la *Companies Act* de 2006 permite la asistencia financiera para las sociedades de responsabilidad limitada (*private companies*), siempre que no se comprometa el capital social ni se perjudiquen los derechos de los acreedores. Por el contrario, para las sociedades anónimas cotizadas (*public companies*), la prohibición sigue siendo estricta. Este enfoque refleja la tendencia del derecho inglés hacia la

⁴¹ Gimeno Ribes, M., “La prohibición de asistencia financiera a través de su historia jurídica”, en *Endeudamiento empresarial y fusión de sociedades. Contribución al estudio de la fusión apalancada*, Marcial Pons, Madrid, 2015, pp. 65-114.

⁴² Shepherd, J., “England and Wales. Financial Assistance”, *IBA Corporate and M&A Law Committee*, 2022 (disponible en: <https://www.ibanet.org/document?id=Financial-Assistance-2022-EnglandandWales>; última consulta 30/01/2025).

flexibilidad y el pragmatismo, adaptando su normativa a las necesidades de las empresas privadas mientras mantiene un régimen más estricto para aquellas sometidas al escrutinio de los mercados públicos.

3.1.2. Italia⁴³

En Italia, la regulación de la asistencia financiera tiene sus orígenes en el *Codice di Commercio* de 1882, que introdujo restricciones para evitar que las sociedades adquirieran sus propias acciones o garantizaran préstamos con ellas. Posteriormente, el *Codice Civile* de 1942 incorporó el artículo 2.358, que estableció una prohibición más amplia, incluyendo la concesión de préstamos para la adquisición de acciones de la sociedad, con el objetivo de proteger el capital social y evitar abusos de los administradores.

Con la entrada en vigor de la Directiva 77/91/CEE y su transposición al derecho interno, Italia ajustó su normativa para alinearse con los estándares europeos. Desde 2008, la asistencia financiera está permitida bajo ciertas condiciones, siempre que se cumplan los requisitos establecidos en el artículo 64 de la Directiva. Entre las principales garantías se encuentra la exigencia de un plan económico y financiero que demuestre la viabilidad de la operación y asegure que no se perjudicará el patrimonio de la sociedad. Aunque esta flexibilización ha modernizado el marco jurídico italiano, sigue siendo más restrictivo que el británico, priorizando la protección del capital social y los intereses de los acreedores.

3.1.3. Alemania⁴⁴

La regulación de la asistencia financiera en Alemania juega un papel fundamental en la protección del capital social y la estabilidad financiera de las empresas. La legislación alemana distingue entre las sociedades anónimas (*Aktiengesellschaft* - AG) y las

⁴³ Incorvaia, R., y Grigolon, F., “Prohibition of financial assistance and nullity of related acts”, *Morri Rossetti & Franzosi*, 2024 (disponible en: <https://morrirossetti.it/en/insight/publications/prohibition-of-financial-assistance-and-nullity-of-related-acts.html>); última consulta 15/03/2025).

⁴⁴ Strehle, E. P., “Germany: Financial Assistance”, *IBA Corporate and M&A Law Committee*, 2022 (disponible en: <https://www.ibanet.org/document?id=Financial-Assistance-2022-Germany>); última consulta 11/02/2025).

sociedades de responsabilidad limitada (*Gesellschaft mit beschränkter Haftung* - GmbH), aplicando normas específicas a las primeras y principios generales a las segundas.

El concepto de asistencia financiera en Alemania⁴⁵ tiene su origen en la Segunda Directiva sobre Sociedades de la Unión Europea (77/91/CEE) de 1976, que estableció la prohibición de que una sociedad financiara la compra de sus propias acciones. En 1978, Alemania implementó esta normativa en su Ley de Sociedades Anónimas (*Aktiengesetz* - AktG), en su artículo 71a.

Posteriormente, la **Directiva 2012/30/UE** flexibilizó parcialmente estas reglas, permitiendo a los Estados miembros de la UE suavizar las restricciones sobre asistencia financiera. Sin embargo, Alemania optó por mantener una regulación estricta. En 2017, la **Directiva 2017/1132/UE** consolidó estas normas en el artículo 64, estableciendo un marco común para los países de la UE.

Antes de la incorporación formal de estas normas en la legislación alemana, solo existía una referencia jurisprudencial sobre el tema: una sentencia del Tribunal Supremo del Reich (*Reichsgericht*) en 1930, que determinó que la concesión de préstamos o garantías por parte de una AG para la compra de sus propias acciones constituía una reducción ilegal del capital social.

El artículo 71a AktG define la asistencia financiera como cualquier préstamo, anticipo o garantía concedida por una sociedad anónima a un tercero con el propósito de adquirir sus acciones. El concepto de asistencia financiera no se limita a la salida inmediata de liquidez, sino que abarca cualquier forma de apoyo financiero que exponga a la AG a un riesgo que antes no existía.

Por lo tanto, la prohibición de asistencia financiera en Alemania es una medida clave para garantizar la estabilidad financiera de las sociedades y la protección de acreedores y accionistas minoritarios. Mientras que en las AGs la prohibición es estricta, en las GmbHs se regula indirectamente a través de normas de capitalización. Las violaciones a estas normas pueden acarrear graves consecuencias legales, incluyendo nulidad de contratos,

⁴⁵ Friedl, B., “German Aspects of Acquisition Financing”, *Gibson, Dunn & Crutcher LLP*, Múnich. (disponible en: <https://www.gibsondunn.com/wp-content/uploads/documents/publications/FriedlGeiss-GermanAspectsofAcquisitionFinancing.pdf>; última consulta 10/03/2025).

restitución de fondos y responsabilidad de los administradores. En el contexto de fusiones y adquisiciones, es fundamental estructurar cuidadosamente las transacciones para evitar caer en esquemas de asistencia financiera prohibida.

3.1.4. Francia⁴⁶

En Francia, la normativa sobre asistencia financiera está regulada en el Artículo L.225-216 del Código de Comercio Francés, el cual establece una prohibición general para que las sociedades por acciones, como las *sociétés anonymes* y las *sociétés par actions simplifiées*, proporcionen asistencia financiera a terceros con el propósito de adquirir sus propias acciones. Esta asistencia financiera incluye adelantos, préstamos o garantías y tiene como objetivo evitar conflictos de intereses y proteger el patrimonio social.

No obstante, el mismo artículo prevé dos excepciones específicas a esta prohibición. La primera excepción permite que las instituciones de crédito y las compañías financieras realicen este tipo de operaciones en el curso normal de sus actividades comerciales. La segunda excepción autoriza las operaciones que permiten a los empleados adquirir acciones de la empresa para la que trabajan, de sus filiales o de una empresa que forme parte de un plan de ahorro grupal, conforme a lo establecido en los Artículos L.3344-1 y L.3344-2 del Código Laboral Francés.

Si se infringe esta prohibición, las consecuencias pueden ser severas. En términos civiles, las operaciones realizadas en violación de esta normativa pueden ser declaradas nulas por los tribunales, conforme al Artículo L.235-1 del Código de Comercio. Además, los directivos de la empresa, incluidos el Presidente, el CEO y los Directores, pueden ser considerados responsables civilmente ante la sociedad y terceros si sus acciones violan las normativas legales o comprometen los intereses de la compañía. La responsabilidad de estos directivos puede extenderse a casos de mala gestión (*faute de gestion*), aun cuando la violación no haya sido intencional sino resultado de una decisión negligente o imprudente. En el ámbito penal, los directivos también pueden enfrentarse a multas de

⁴⁶ Włodarczyk, J., y Le Galloc'h, E., "France: Financial Assistance", *IBA Corporate and M&A Law Committee*, 2022 (disponible en: <https://www.ibanet.org/document?id=FinancialAssistance-2022-France>; última consulta 10/03/2025).

hasta 150,000 EUR si llevan a cabo transacciones prohibidas por el Artículo L.225-216 en nombre de la empresa.

En lo que respecta a las fusiones, la normativa francesa⁴⁷ se interpreta de manera estricta y amplia por los tribunales. Se recomienda especial cautela en los casos de fusión entre la sociedad *holding* y la sociedad *target* cuando esta última se lleva a cabo poco después de la adquisición. Esta situación podría considerarse fraudulenta si el propósito es utilizar los activos de la sociedad objetivo para pagar o garantizar la deuda de adquisición, lo cual sería interpretado como una infracción de la prohibición de asistencia financiera.

Por otro lado, la prohibición no se aplica a sociedades de responsabilidad limitada (SARL) o sociedades en nombre colectivo (SNC), ya que estas no tienen acciones sino participaciones sociales. Sin embargo, si la sociedad *target* se transforma en uno de estos tipos antes de la adquisición con el único fin de evitar la prohibición, esto podría considerarse un fraude de ley.

3.1.5. Luxemburgo⁴⁸

En el caso de Luxemburgo, una ley promulgada el 6 de agosto de 2021 (conocida como la "Nueva Ley") fue introducida para clarificar las disposiciones establecidas en el artículo 1500-7, párrafo 2º, de la ley modificada de 10 de agosto de 1915 sobre sociedades comerciales ("Ley de 1915"), específicamente en relación con la asistencia financiera por parte de las sociedades de responsabilidad limitada en Luxemburgo (*sociétés à responsabilité limitée*, SARL).

Como resultado de la amplia reforma realizada en 2016 para modernizar la "Ley de 1915", el artículo 1500-7, párrafo 2º, establecía que podrían imponerse sanciones penales, que incluyen una pena de prisión de entre un mes y dos años y multas de entre 5.000 y

⁴⁷ DLA Piper, "Corporate governance: Financial assistance and corporate benefit rules", *RealWorld Law – Real Estate Finance*, última modificación el 23 de marzo de 2025 (disponible en: <https://www.dlapiperrealworld.com/law/index.html?c=FR&t=finance&s=creating-security&q=corporate-governance>; última consulta 15/02/2025).

⁴⁸ Arnaud-Rio, M. et al., "Clarification of the rules on financial assistance for Luxembourg SARLs", *Linklaters*, 2021 (disponible en: <https://www.linklaters.com/es-es/knowledge/publications/alerts-newsletters-and-guides/2021/august/13/clarification-of-the-rules-on-financial-assistance-for-luxembourg-sarls>; última consulta 25/02/2025).

125.000 euros, o bien una de estas sanciones, a cualquier persona que, actuando en calidad de director o gerente y con conocimiento de causa, realizara alguna de las siguientes acciones:

- Otorgar préstamos o adelantos utilizando fondos de la sociedad, o constituir garantías (*sûretés*) con el objetivo de adquirir acciones (*actions*) o participaciones sociales (*parts sociales*) en la propia sociedad.
- Crear una prenda sobre las acciones (*actions*) o participaciones sociales (*parts sociales*) de la sociedad, cuando estas acciones contravinieran los artículos 430-19 y 430-21 aplicables a las sociedades anónimas luxemburguesas (*sociétés anonymes*).

Aunque la “Ley de 1915” no incluía de forma explícita esta prohibición para las SARL, la mención a las participaciones sociales (*parts sociales*) en el artículo 1500-7, párrafo 2º, generó confusión entre los profesionales del derecho.

Con la adopción de la “Nueva Ley”, el parlamento luxemburgués ha resuelto esta ambigüedad eliminando todas las referencias a las participaciones sociales (*parts sociales*), confirmando de esta manera que las sanciones penales contenidas en el artículo 1500-7, párrafo 2º, de la “Ley de 1915” no son aplicables a los gerentes de una SARL. En consecuencia, las SARL no están sujetas a la prohibición de asistencia financiera. No obstante, se subraya que cualquier operación de esta naturaleza debe ser evaluada cuidadosamente en función del interés corporativo de la sociedad.

3.1.6. Países Bajos⁴⁹

En los Países Bajos, la regulación de la asistencia financiera presenta diferencias importantes dependiendo del tipo de sociedad mercantil de que se trate. Para las sociedades de responsabilidad limitada (*besloten vennootschappen*, BVs), desde 2012 no existen restricciones específicas en cuanto a la asistencia financiera, ya que las normas que previamente regulaban esta materia fueron derogadas en su totalidad. Esto implica

⁴⁹ Raaijmakers, G., y Rutten, S., “The Netherlands: Financial Assistance”, *IBA Corporate and M&A Law Committee*, 2022 (disponible en: <https://www.ibanet.org/document?id=Financial-Assistance-The-Netherlands-2022>; última consulta 10/03/2025).

un marco normativo más laxo, que permite a las BVs operar sin limitaciones en este ámbito.

En contraste, las sociedades anónimas públicas (*naamloze vennootschappen*, NVs) están sujetas a una regulación más estricta. El artículo 2:98c del Libro 2 del Código Civil Neerlandés establece una prohibición general sobre la provisión de asistencia financiera en el caso de NVs o sus subsidiarias. En concreto, estas entidades tienen prohibido realizar ciertas actuaciones destinadas a facilitar la adquisición de sus propias acciones o recibos de depósito para dichas acciones por parte de un tercero. Estas actuaciones incluyen proporcionar garantías, garantizar el precio de las acciones, asegurar el cumplimiento por otros medios o asumir responsabilidades, ya sea conjunta y solidaria o de otra manera.

Sin embargo, desde la implementación de la Directiva de Mantenimiento de Capital en la legislación neerlandesa en junio de 2008, se introdujo una excepción significativa a esta prohibición. En virtud de esta excepción, se permite a las NVs conceder préstamos para facilitar la adquisición de sus acciones o recibos de depósito, siempre que se cumplan ciertos requisitos procedimentales y sustantivos establecidos en el artículo 2:98c(2)-(7) del Código Civil Neerlandés. Este cambio responde a la flexibilización de las normas a nivel europeo, permitiendo un equilibrio entre las restricciones legales y las necesidades prácticas de las empresas.

3.1.7. España⁵⁰

En España, la asistencia financiera ha sido tradicionalmente objeto de un tratamiento normativo restrictivo⁵¹. Aunque en el ordenamiento jurídico español no encontramos antecedentes tan tempranos como los encontrados en sistemas jurídicos como el británico o el italiano, su evolución ha estado guiada por una clara voluntad de proteger el capital social, adoptando una postura cautelosa. Esta línea se reforzó con la incorporación al derecho interno de la Directiva 77/91/CEE, que introdujo una prohibición general sobre la asistencia financiera.

⁵⁰ Vaquerizo Alonso, A., *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Civitas, Madrid, 2003.

⁵¹ Paz-Ares, C., “Negocios sobre las propias acciones”, *La reforma del Derecho español de sociedades de capital*, Civitas, Madrid, 1987, pp. 473-629.

En el contexto español⁵², la normativa no abordó inicialmente esta cuestión. Ni la Ley de Sociedades Anónimas de 1951 ni la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada de 1953 incluían regulación sobre la asistencia financiera. Fue con la Segunda Directiva 77/91/CEE que se estableció su prohibición para las sociedades anónimas, y esta se incorporó al derecho español mediante el artículo 81 de la Ley 19/1989. Posteriormente, el artículo 150 del Real Decreto Legislativo 1/2010, por el que se aprueba el texto refundido de la LSC, mantuvo esta regulación. En cuanto a las sociedades limitadas, la Ley 2/1995 introdujo la prohibición absoluta, que se conserva con ligeras modificaciones en el artículo 143.2 de la LSC.

En la actualidad, la asistencia financiera en España está regulada de manera estricta⁵³ y varía según el tipo de sociedad. En el caso de las sociedades anónimas, el artículo 150 de la Ley de Sociedades de Capital prohíbe que estas anticipen fondos, concedan préstamos o garantías para la adquisición de sus propias acciones o participaciones, así como las de su sociedad dominante. No obstante, existen dos excepciones que serán abordadas en detalle más adelante. La primera permite este tipo de operaciones cuando su objetivo es facilitar que los trabajadores adquieran acciones de la sociedad o de otra empresa del grupo. La segunda excepción admite estas operaciones si son realizadas por bancos o entidades de crédito en el marco de su actividad habitual, siempre que se cree una reserva contable equivalente al importe prestado.

Por el contrario, en las sociedades de responsabilidad limitada la prohibición es absoluta. El artículo 143.2 impide cualquier forma de asistencia financiera destinada a la adquisición de participaciones propias o de otras sociedades del grupo, sin contemplar excepciones expresas como en las sociedades anónimas.

⁵² Torres Morales, E., “La prohibición de asistencia financiera en las sociedades de capital. Una interpretación flexibilizadora”, *El Notario del Siglo XXI*, n. 119, 2025 (disponible en: <https://www.elnotario.es/opinion/opinion/12475-la-prohibicion-de-asistencia-financiera-en-las-sociedades-de-capital-una-interpretacion-flexibilizadora>; última consulta 20/03/2025).

⁵³ Alfaro, J., “Lecciones: Asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones propias”, *Almacén de Derecho*, 2017 (disponible en: <https://almacenederecho.org/lecciones-asistencia-financiera-la-adquisicion-acciones-participaciones-propias>; última consulta: 25/03/2025).

3.2. Fundamento de la prohibición

Una de las cuestiones que ha generado mayor controversia en la doctrina respecto a la asistencia financiera es la justificación y el alcance de la prohibición general establecida en los artículos 143⁵⁴ y 150⁵⁵ del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital (TRLSC)⁵⁶. Esta prohibición financiera encuentra su fundamento en la protección de los mismos bienes jurídicos que la normativa pretende salvaguardar en las operaciones de autocartera, concretamente el patrimonio de la sociedad y el equilibrio en sus estructuras de decisión. Esta interdicción tiene como objetivo, por un lado, evitar comportamientos abusivos por parte de operadores del mercado que puedan poner en peligro la viabilidad a largo plazo de la sociedad adquirida, y, por otro, impedir la toma de control accionarial por parte de terceros que vulnere el principio de igualdad de trato entre los socios.

Para comprender adecuadamente el razonamiento que sustenta la prohibición, es imprescindible identificar de manera precisa los bienes jurídicos que esta normativa pretende proteger, ya que únicamente serán consideradas ilícitas aquellas conductas que vulnere los intereses tutelados. En este sentido⁵⁷, resulta indispensable atender al espíritu y la finalidad establecidos en el artículo 3.1 del Código Civil (CC)⁵⁸, los cuales deben orientar toda labor interpretativa de las normas.

⁵⁴ “La sociedad de responsabilidad limitada no podrá aceptar en prenda o en otra forma de garantía sus propias participaciones ni las participaciones creadas ni las acciones emitidas por sociedad del grupo a que pertenezca. La sociedad de responsabilidad limitada no podrá anticipar fondos, conceder créditos o préstamos, prestar garantía, ni facilitar asistencia financiera para la adquisición de sus propias participaciones o de las participaciones creadas o las acciones emitidas por sociedad del grupo a que la sociedad pertenezca”.

⁵⁵ “La sociedad anónima no podrá anticipar fondos, conceder préstamos, prestar garantías ni facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición de sus acciones o de participaciones o acciones de su sociedad dominante por un tercero. La prohibición establecida en el apartado anterior no se aplicará a los negocios dirigidos a facilitar al personal de la empresa la adquisición de las acciones de la propia sociedad o de participaciones o acciones de cualquier otra sociedad perteneciente al mismo grupo”.

⁵⁶ 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).

⁵⁷ Barea Martínez, M. T., “Capítulo XVI: Negocios sobre las propias acciones y participaciones. Asistencia financiera”, *Cuadernos de Derecho y Comercio*, Extraordinario, 2015, pp. 313-344.

⁵⁸ Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil (Gaceta de Madrid núm. 206, de 25 de julio de 1889).

Desde una perspectiva jurídica⁵⁹, la prohibición de asistencia financiera se encuadra en el Capítulo VI del Título IV de LSC en la disciplina de “*los negocios sobre las propias participaciones y acciones*”, disciplina que tiene por objeto prevenir los riesgos que este tipo de operaciones pueden presentar para los diferentes intereses que se proyectan sobre las sociedades de capital y en general, para el propio tráfico económico.

El carácter prohibitivo e imperativo de la regulación pretende prevenir una multiplicidad de riesgos, así como la salvaguarda de determinados intereses jurídicos:

- i) En primer lugar, se persigue la **protección del capital social**, como elemento esencial de garantía, al constituir la base sobre la que se estructura buena parte del régimen jurídico de las sociedades de capital. Este capital, entendido como la suma de los valores nominales de las participaciones o acciones en que se divide, cumple una función jurídica y organizativa clave dentro del marco societario. No solo sirve como referencia para determinar los derechos de los socios, sino que además desempeña un papel fundamental como garantía frente a los acreedores sociales. Esta función de protección se justifica como contrapartida a la limitación de responsabilidad que ostentan los socios. Por ello, el legislador establece diversas medidas encaminadas a asegurar que la cifra de capital esté respaldada en todo momento por un patrimonio real, siendo una de ellas la prohibición de asistencia financiera. De esta manera, se pretende proteger los principios de realidad e integridad del capital, cuyo propósito es asegurar la correspondencia inicial entre capital nominal y patrimonio efectivo. Precisamente, se busca evitar la debilidad del capital que causaría un perjuicio a los acreedores sociales, quedando éstos afectados por el detrimento de la solvencia de la sociedad, al destinarse una parte de los fondos que ya posee, o de los que la sociedad es capaz de obtener a través del endeudamiento, a una finalidad desligada de su objeto a través del endeudamiento, y que el legislador juzga como ficticio.
- ii) El **respeto al principio de paridad de trato entre accionistas o socios** constituye otro pilar fundamental sobre los que se sustenta la prohibición de

⁵⁹ Serrano Acitores, A., *op. cit.*, pp. 365-369.

asistencia financiera. Además de proteger a los acreedores⁶⁰, también se pretende la salvaguarda de los intereses de los distintos socios que conforman el accionariado de la sociedad *target*, ya que las operaciones relativas a participaciones o acciones propias pueden dar lugar a una asignación desigual de beneficios o a una canalización de recursos de la sociedad *target* en favor de determinados socios, y en perjuicio del resto. Este tipo de prácticas compromete de forma evidente el principio de igualdad de trato entre socios, consagrado en el artículo 97⁶¹ de la LSC. Además, en el supuesto de que la sociedad *target* destinara parte de sus recursos a financiar la adquisición de sus propias acciones o participaciones por parte de un tercero vinculado al grupo que ejerce el control sobre la administración, podría surgir un conflicto de intereses entre los administradores y los socios. En tal caso, los administradores podrían utilizar fondos sociales para influir en la configuración del capital social conforme a sus propios intereses, en perjuicio de aquellos socios cuya presencia resulte inconveniente para ellos.

- iii) La prohibición de asistencia financiera también persigue **neutralizar posibles abusos en el ejercicio de los derechos políticos** por parte de los administradores o del grupo dominante, evitando que éstos hagan un uso indebido de los derechos políticos vinculados a las participaciones o acciones, aprovechándose de una configuración de la capital social previamente favorecida por ellos mismos mediante el uso de recursos de la sociedad.

En definitiva, se pretende impedir que, tras haber empleado fondos sociales para favorecer la entrada o el refuerzo de determinados socios —en perjuicio de otros—, los administradores puedan beneficiarse de esa nueva estructura societaria, orientando o condicionando el ejercicio del derecho de voto de aquellos socios cuya permanencia en el capital dependa precisamente de la financiación facilitada por la propia sociedad.

⁶⁰ Blasco Gascó, F. P., “Libertad contractual y restricción de los actos de asistencia financiera”, *Revista de Derecho Patrimonial*, n.º 34, Sección Doctrina, 2014, Aranzadi.

⁶¹ “La sociedad deberá dar un trato igual a los socios que se encuentren en condiciones idénticas”.

- iv) Finalmente, la prohibición de asistencia financiera también tiene por finalidad **prevenir la posible manipulación de las cotizaciones bursátiles**. Al igual que ocurre en los supuestos de adquisición derivativa de acciones propias, dicha asistencia podría emplearse como un instrumento para inducir artificialmente una demanda ficticia de las acciones de la sociedad *target* en los mercados. En este sentido, la normativa persigue evitar alteraciones indebidas en el precio de cotización que podrían constituir una forma de abuso de mercado, situándose, así como una medida de protección para los inversores que confían en que el valor bursátil refleja de forma transparente y real el equilibrio entre la oferta y la demanda de los títulos negociados.

3.3. Consecuencias de la infracción de la prohibición

La problemática en torno a las consecuencias jurídicas derivadas de la infracción de la prohibición general de asistencia financiera, recogida en los artículos 143 y 150 del TRLSC, ha suscitado un amplio debate doctrinal⁶². En virtud del carácter preventivo y prohibitivo de estas disposiciones, y considerando la presunción de ilicitud de la causa en la que se fundamentan, la doctrina tiende a coincidir en que la sanción aplicable en estos casos es la **nulidad radical** por infracción de la ley, conforme al artículo 6.3⁶³ del CC. Esta nulidad se impone sin perjuicio de la posible exigencia de responsabilidad a los administradores en virtud de los artículos 236 y siguientes de la LSC⁶⁴ y las sanciones administrativas que pueden recaer sobre ellos según lo establecido en el artículo 157⁶⁵ del TRLSC. Sin embargo, la verdadera controversia, reside en delimitar cuál es el alcance de dicha sanción de nulidad prevista para la infracción:

- i) La nulidad⁶⁶ afecta únicamente al negocio de asistencia financiera y no se extiende al negocio de adquisición de acciones realizado entre el asistido y el

⁶² Barea Martínez, M. T., *op. cit.*, p. 336.

⁶³ Los actos contrarios a las normas imperativas y a las prohibitivas son nulos de pleno derecho, salvo que en ellas se establezca un efecto distinto para el caso de contravención.

⁶⁴ Serrano Acitores, A., *op. cit.*, p. 379.

⁶⁵ Dicho artículo establece el importe por el cual se sancionarán las infracciones cometidas por los administradores.

⁶⁶ Perdices Huetos, A., “Asistencia financiera y compra de empresa”, en Jordano Luna, M. (coord.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 4.^a ed., La Ley, Madrid, 2024, pp. 331-362.

tercero, ya que el vicio radica exclusivamente en la financiación y no en la compra en sí misma. La finalidad de reintegración de la sociedad se logra con la nulidad de la financiación. Sin embargo, si el negocio de adquisición tiene vicios propios como dolo, error o causa ilícita, también puede ser anulado. La doctrina⁶⁷ coincide en que la nulidad se extiende al negocio de adquisición solo si existe una coligación negocial, es decir, cuando la asistencia financiera es un elemento esencial para la transmisión de las acciones. Esto ocurre en casos de ventas condicionadas o cuando la asistencia (como una garantía) es la base esencial del negocio, sin la cual no se habría llevado a cabo la compraventa.

- ii) La nulidad afecta a toda la operación de asistencia financiera y no se pueden separar sus componentes para evaluarlos de manera independiente. El ejemplo que sostiene la doctrina⁶⁸ se basa en que no es válido separar el negocio de hipoteca del préstamo que garantiza, de modo que la nulidad de la hipoteca no afecte al préstamo. Si un banco presta dinero a un tercero con la garantía hipotecaria de un bien perteneciente a una filial de la sociedad cuyas acciones se adquieren, no sería justo que el préstamo perdiera la garantía de forma inesperada, ya que la garantía es esencial para la concesión del préstamo. En este caso, existe una coligación negocial esencial para ambas partes, donde la nulidad del negocio accesorio (la hipoteca) afecta al negocio principal (el préstamo), especialmente cuando el prestamista no tiene culpa. De esta forma, la nulidad no perjudica al financiador (ajeno o intermedio) ni lo responsabiliza, evitando que los bancos deban investigar siempre la finalidad de los préstamos cuando una sociedad actúa como garante.

3.4 Excepciones legales a la prohibición general de asistencia financiera⁶⁹

Entre las excepciones legales previstas legalmente para la prohibición de asistencia financiera se encuentra, en primer lugar, la posibilidad de concederla al personal de la

⁶⁷ *Ibid.*, p. 357.

⁶⁸ *Ibid.*, p. 358.

⁶⁹ *Ibid.*, p. 360.

propia empresa. Esta excepción se aplica a aquellas personas vinculadas laboralmente a la sociedad⁷⁰, conforme al Estatuto de los Trabajadores y al Real Decreto 1382/1985 sobre personal de alta dirección. Por lo tanto, los beneficiarios de dicha asistencia deben ser necesariamente personas físicas, sin importar el tipo de contrato laboral, ya sea indefinido, temporal, en prácticas o en período de prueba. Además, más allá del tipo de contrato, se debe verificar la existencia real de una relación de dependencia respecto al poder de dirección empresarial, lo cual podría incluir a los trabajadores autónomos económicamente dependientes, conforme a lo establecido en la Ley 20/2007. Asimismo, el artículo 12.4⁷¹ de la Ley 44/2015⁷² permite expresamente este tipo de asistencia financiera a favor de trabajadores con contrato indefinido en sociedades laborales, siempre que estos no ostenten la condición de socios.

Sin embargo, la jurisprudencia⁷³ ha excluido expresamente a los administradores de esta excepción en aplicación de la teoría del vínculo ya que no se consideran empleados en sentido estricto, aunque mantengan algún tipo de relación con la empresa. No obstante, la modificación de 2014 en los artículos 249.3 y 529 octodecimos de la LSC introdujo la posibilidad de compatibilizar el cargo de consejero delegado con una relación laboral. Esta circunstancia podría abrir la puerta a una interpretación más flexible del criterio tradicional, si bien, en tal supuesto, deberían observarse con especial rigor los deberes de fidelidad y lealtad inherentes al cargo.

En lo que respecta a las sociedades laborales, la aplicación de las excepciones a la prohibición de asistencia financiera presenta ciertas particularidades. En el caso de las sociedades limitadas laborales, como se ha mencionado previamente, la Ley 44/2015 permite conceder asistencia financiera a aquellos trabajadores que cuenten con un contrato de carácter indefinido, siempre que no ostenten la condición de socios. Por el

⁷⁰ Palomero Benazerraf, A., y Sanz Bayón, P., "Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas", en *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil*, n. 3, 2013.

⁷¹ Las sociedades laborales podrán anticipar fondos, conceder créditos o préstamos, prestar garantías o facilitar asistencia financiera para la adquisición de sus propias acciones o participaciones por los trabajadores de la sociedad con contrato por tiempo indefinido que no sean socios.

⁷² Ley 44/2015, de 14 de octubre, de Sociedades Laborales y Participadas (BOE núm. 247, de 15 de octubre de 2015).

⁷³ Sentencia del Tribunal Supremo, Sala Primera (Civil), núm. 472/2010, de 20 de julio [versión electrónica - base de datos *CENDOJ*. Ref. STS 4621/2010, ECLI:ES:TS:2010:4621]. Última consulta: 27 de marzo de 2025.

contrario, en las sociedades anónimas laborales, dicha posibilidad se ve más restringida, ya que ni los trabajadores que ya sean socios ni aquellos con contratos temporales pueden beneficiarse de este régimen, lo que supone una merma en sus expectativas respecto al marco normativo anterior. Esta situación plantea, además, interrogantes en cuanto a su compatibilidad con lo dispuesto en la Segunda Directiva, que no establece limitaciones tan precisas y se refiere de manera más amplia al personal de la sociedad o de una sociedad vinculada.

Otra excepción a la prohibición general de asistencia financiera se refiere a las operaciones bancarias ordinarias⁷⁴. El artículo 23 de la Segunda Directiva permite las transacciones realizadas en el marco de las operaciones corrientes de los bancos y demás establecimientos financieros, lo cual ha sido incorporado en la normativa local como operaciones ordinarias propias de su objeto social. Esta excepción se basa en una interpretación objetiva del elemento causal de la asistencia financiera. En un sistema objetivo, la asistencia financiera está vinculada a la adquisición de acciones propias, lo que haría inviable para la sociedad controlar el destino de los fondos prestados. Por lo tanto, esta excepción resultaba justificable.

Sin embargo, con la evolución hacia un sistema subjetivo, que requiere un elemento intencional en la operación de financiación (es decir, que la financiación no solo esté conectada con la adquisición, sino que tenga la finalidad de adquirir acciones propias), la excepción pierde sentido. A pesar de ello, la excepción permanece en la normativa, aunque carece de justificación valorativa y, en un sistema subjetivista, no tiene relevancia práctica.

3.5 Posiciones actuales sobre la asistencia financiera y la fusión apalancada

La fusión apalancada y su relación con la prohibición de asistencia financiera han sido objeto de un intenso debate doctrinal y jurisprudencial, especialmente en el marco de la normativa española. Mientras que la legislación sobre asistencia financiera busca proteger el patrimonio social y garantizar el equilibrio entre socios y acreedores, la regulación de la fusión apalancada reconoce esta operación como un mecanismo legítimo para la adquisición de empresas mediante financiación externa. Sin embargo, la coexistencia de

⁷⁴ Palomero Benazerraf, A., y Sanz Bayón, P., *op. cit.*

ambas normativas ha generado interpretaciones divergentes sobre si una fusión apalancada constituye automáticamente una infracción a la prohibición de asistencia financiera o si, por el contrario, su regulación específica permite considerar estas operaciones como válidas siempre que se cumplan determinadas condiciones.

Al respecto, algunos autores abordan la cuestión de la fusión apalancada y la prohibición de asistencia financiera desde una **interpretación sustancialista**⁷⁵ de la normativa española. Sostienen que la existencia de asistencia financiera en este tipo de operaciones no debe determinarse de manera automática, sino que requiere un análisis caso por caso, en el que primen los factores económicos y financieros sobre una evaluación estrictamente jurídica. Dichos autores⁷⁶ sostienen que la prohibición de asistencia financiera no se vulnera en aquellas fusiones apalancadas donde la empresa resultante pueda generar suficientes recursos para pagar la deuda sin comprometer su viabilidad. Para ello, enfatizan el papel que cumplía, en el antiguo artículo 35 de la LME, el experto independiente, encargado de evaluar la operación debe analizar la razonabilidad del plan económico y financiero y su capacidad para generar flujo de caja suficiente. Esta posición de apoyo a la **tesis sustancialista italiana**, distingue entre operaciones de LBO en las que el endeudamiento es equilibrado y viable, y aquellas en las que el alto nivel de apalancamiento, junto con la ausencia de un proyecto empresarial sólido, representa un riesgo para la viabilidad de la empresa. En esta línea, dichos autores sostienen que el legislador español ha adoptado esta interpretación, al igual que los tribunales norteamericanos, permitiendo diferenciar entre fusiones apalancadas legítimas y aquellas que podrían comprometer la solvencia de la empresa resultante.

Siguiendo esta perspectiva⁷⁷, se defiende que una fusión apalancada será válida si la sociedad resultante puede generar suficientes recursos para atender el servicio de la deuda sin perjudicar su actividad. En cambio, si no hay garantías de solvencia futura, se trataría

⁷⁵ Hernández Bengoa, A., y Ruiz-Gallardón, A., “Capítulo 5: Leveraged Buyouts”, en Saavedra Ortiz, J. J., y Serrano Acitores, A. (coords.), *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*, Editorial Bosch, Barcelona, 2011, pp. 195-226.

⁷⁶ Paz-Ares, C. y Perdices, A., “Las compras apalancadas: significado y problemas para su admisión”, en Uría, R., Menéndez, A. y Olivencia, M. (dirs.), *Comentarios al Régimen Legal de las Sociedades Mercantiles*, t. IV, vol. 2.º B, Thomson Civitas, Madrid, 2003.

⁷⁷ Martí Moya, V., “El merger leveraged buy-out o fusión apalancada a la luz de la Ley de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles”, *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 276, abril/junio 2010.

de una operación ilícita. De este modo, alinean su postura con la doctrina italiana, que prioriza el análisis económico-financiero sobre una interpretación estrictamente jurídica de la asistencia financiera. En consecuencia, los autores afirman que no toda fusión apalancada implica asistencia financiera prohibida, sino solo aquellas en las que el nivel de endeudamiento sea excesivo y no exista un proyecto empresarial sólido que garantice la solvencia futura. Asimismo, rechazan que la normativa española deba interpretarse bajo los límites establecidos por la Directiva 2006/68/CE, que restringe la asistencia financiera a las reservas de libre disposición. En su lugar, proponen que los recursos aplicables al pago de la deuda deben incluir flujos de caja libre, ahorros por sinergias, créditos fiscales y desinversiones en activos no productivos, entre otros. Finalmente, concluyen que la licitud de una fusión apalancada no depende exclusivamente del cumplimiento del requisito de solvencia, sino también de la finalidad de la operación. Si la fusión persigue objetivos empresariales legítimos, como la reestructuración de un grupo empresarial, y no sólo la financiación de la adquisición, no debería considerarse una infracción a la prohibición de asistencia financiera.

Esta tesis cuenta también con el respaldo de otros autores⁷⁸ que sostienen que, una fusión apalancada será una operación lícita, cuando se pueda prever razonablemente que la sociedad resultante de la fusión va a ser capaz de generar suficientes recursos que permitan el pago de la deuda sin comprometer sus actividades. En contraste, se considera que la operación será ilícita por contravenir la prohibición de asistencia financiera, cuando existan dudas sobre la futura solvencia de la sociedad fusionada.

No obstante, una vez establecidas estas premisas, surge la cuestión de determinar qué recursos pueden destinarse para el reembolso de la deuda sin comprometer la estabilidad financiera de la sociedad o causar un daño para la actividad e inversiones productivas. En este sentido, se evidencia nuevamente la laguna existente en la normativa sobre qué tipo de recursos pueden destinarse a este propósito, cuál es su origen y cómo deben calcularse.

Parte de la doctrina ha considerado que el antiguo artículo 35 de la LME debía interpretarse a la luz de la Directiva 2006/68/CE, en lo relativo a la asistencia financiera, y ha defendido que los recursos aplicables deberían ser las reservas de libre disposición

⁷⁸ Serrano Acitores, A., *op. cit.*, pp. 392-395.

de la sociedad *target*. Sin embargo, dicha postura no es aceptada por todos los autores⁷⁹, ya que implicaría que el endeudamiento máximo de la sociedad adquirente en una operación de LBO estaría limitado por las reservas de libre disposición de la sociedad adquirida. Esto coincidiría con el límite que establece el artículo 23.1 de la Directiva, que fija el tope de asistencia financiera que una sociedad puede conceder para la adquisición de sus propias acciones o participaciones. Precisamente aquí, cabe recordar que el legislador español decidió no incorporar a nuestro ordenamiento dicha regulación contenida en dicha Directiva en lo que respecta a la asistencia financiera permitida. Por ello, no parece adecuado aplicar los límites establecidos en la normativa comunitaria a la hora de determinar los recursos a utilizar para proceder al reembolso de la deuda en una fusión apalancada.

En este contexto, la interpretación más acertada, según la doctrina⁸⁰, es aquella que sostiene que los recursos aplicables al servicio de la deuda deben ser los flujos de caja libre (*free cash-flow*) que razonablemente se prevea que la sociedad resultante de la fusión pueda generar. Además, estos flujos de caja podrían incrementarse con otros recursos que se deriven de la fusión, tales como los ingresos provenientes de la revalorización de activos fijos, ahorros por sinergias, créditos fiscales y los obtenidos mediante desinversiones en activos no productivos o poco rentables. Si el flujo de caja libre generado es suficiente para cubrir la totalidad de la deuda, se podrá concluir que la fusión no representa un riesgo para la solvencia ni la viabilidad de la sociedad. En consecuencia, la opinión del experto independiente deberá ser favorable a la operación. Para ello, dicho experto deberá evaluar la razonabilidad de las proyecciones financieras, analizando la correlación entre los ingresos y gastos previstos, así como los plazos e importes asociados al reembolso de la deuda. Esta evaluación se llevará a cabo mediante auditorías de simulación y *tests* de resistencia, que permitirán medir la capacidad de generación de ingresos de la sociedad fusionada en distintos escenarios económico-financieros.

Por su parte, otros autores⁸¹ critican el límite temporal de tres años establecido en el artículo 42 del RDL 5/2023, señalando que su aplicación carece de un fundamento claro

⁷⁹ *Ibid.*, p. 393.

⁸⁰ *Ibid.*, p. 394.

⁸¹ Jiménez López, L., y Daza González, P., *op. cit.*, pp. 42-46.

y puede generar inseguridad jurídica. Argumentan que esta restricción es incoherente, especialmente si se compara con la **nulidad de pleno derecho** establecida en el artículo 6.3 del CC, que no está sujeta a prescripción ni caducidad. En este sentido, cuestionan si dicho plazo se fijó teniendo en cuenta la prescripción de la sanción administrativa prevista en normativas previas, como la LSA y la LSRL.

Desde su punto de vista, el establecimiento de un período de tres años para analizar si una fusión apalancada implica asistencia financiera prohibida no responde a una necesidad real del mercado ni a criterios de protección de los acreedores o socios minoritarios. Es más, surge la cuestión generalizada de si entonces aquellas fusiones realizadas después del paso de tres años⁸² desde la adquisición de las acciones o participaciones no infringen la prohibición de asistencia financiera.

Consideran que, en lugar de aplicar un **criterio temporal rígido**, debería evaluarse cada operación de fusión en función de su estructura económica y financiera, analizando si la sociedad resultante puede hacer frente a sus obligaciones sin comprometer su viabilidad.

En cuanto a la licitud de la fusión apalancada dentro de ese período de tres años, los autores sostienen que la operación sigue siendo válida, ya que está expresamente regulada en la normativa de modificaciones estructurales. En este sentido, argumentan que cumplir con los requisitos del artículo 42 "purga" cualquier posible asistencia financiera prohibida, lo que significa que, si se siguen las condiciones establecidas en la norma, la operación no vulnera la prohibición general de asistencia financiera contenida en los artículos 143.2 y 150.1 de la LSC.

Uno de los puntos centrales de su análisis es que, si bien en una fusión apalancada siempre existe una asistencia financiera sobrevenida, en la medida en que el patrimonio de la sociedad *target* queda vinculado a la deuda contraída para su adquisición, esto no implica automáticamente que la operación sea ilícita. Para determinar si se infringe la prohibición de asistencia financiera, no basta con observar si hay financiación vinculada a la adquisición, sino que se deben analizar criterios económicos y financieros más allá de un simple marco temporal. En particular, los autores enfatizan que la fusión debe garantizar

⁸² López Mateo, M. Á., "Asistencia financiera: análisis y crítica del derecho vigente. Ley 3/2009 (II)", *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 273, 2009, pp. 835-892.

que la sociedad resultante sea capaz de generar los recursos necesarios para atender el servicio de la deuda sin comprometer su actividad ni su estabilidad financiera.

En consecuencia, sostienen que el límite de tres años es arbitrario y no responde a una justificación jurídica sólida. Defienden que una fusión apalancada dentro de ese período sigue siendo válida si se cumplen los requisitos legales establecidos en el artículo 42 del RDL 5/2023. Además, subrayan que la existencia de asistencia financiera no implica necesariamente su ilicitud, ya que el propio proceso de fusión establece mecanismos de control y supervisión que garantizan la protección de los intereses de los acreedores y de los socios minoritarios.

Por último, los autores respaldan la idea de que la fusión apalancada constituye una operación societaria especial, sujeta a reglas específicas que deben interpretarse con preferencia sobre la prohibición general de asistencia financiera. En este sentido, si la normativa permite expresamente este tipo de operaciones y establece garantías suficientes para evitar abusos, no tendría sentido aplicar automáticamente la prohibición de asistencia financiera en estos casos. Imponer tal prohibición de manera generalizada vaciaría de contenido la regulación de la fusión apalancada, ya que haría inviable la mayoría de estas operaciones, a pesar de que la ley prevé un marco normativo que regula su ejecución de forma detallada.

En conclusión, las distintas tesis sobre la fusión apalancada y la prohibición de asistencia financiera reflejan, en cierto modo, disconformidad con la regulación vigente, al considerar que ésta no responde adecuadamente a las necesidades del mercado de adquisiciones evidenciando, la necesidad de una interpretación más flexible que permita su aplicación sin restringir injustificadamente operaciones empresariales legítimas.

IV. ASPECTOS TRIBUTARIOS DE LA OPERACIÓN

La fiscalidad, como en todo tipo de reestructuración societaria, desempeña un papel clave en el diseño y ejecución de la fusión apalancada, ya que influye de forma directa en su viabilidad económica y en la estructura jurídica elegida. Como se ha señalado anteriormente, la determinación de la nacionalidad y la estructura jurídica de la sociedad vehículo obedece a la necesidad de optimizar la fiscalidad de la operación. En este contexto, este trabajo va a abordar las principales ventajas de la fiscalidad española y, por otro lado, efectuará una breve descripción de los incentivos y ventajas fiscales de la jurisdicción fiscal de Luxemburgo como modelo de éxito para atraer operaciones de esta naturaleza.

En cuanto al régimen fiscal español aplicable a este tipo de operaciones, regulado en la Ley del Impuesto sobre Sociedades (LIS), cabe destacar dos aspectos fiscales de relevancia:

El primero de ellos hace referencia al régimen especial de consolidación fiscal que permite que la sociedad vehículo y la sociedad *target* tributen como una única entidad, pudiendo aprovechar sus sociedades integrantes los créditos fiscales del grupo. Esto es, el régimen de consolidación fiscal⁸³ supone que el grupo tribute por la suma de bases imponibles de todas las sociedades que lo integran, permitiendo compensar de forma automática los beneficios y pérdidas obtenidas por las distintas sociedades que lo forman. Aparte de simplificar la operativa, permitirá que la *target* y sus filiales puedan compensar a efectos fiscales sus beneficios operativos con las eventuales pérdidas de la sociedad vehículo, que suele ser una sociedad *holding* sin actividad operativa en la que se concentrará un gran volumen de deuda financiera.

El segundo aspecto reside en que para la ejecución de este tipo de operaciones, es fundamental considerar las limitaciones normativas aplicables a la deducibilidad de los gastos financieros⁸⁴, establecidas en el artículo 16.5 de la LIS⁸⁵. Dicho artículo establece

⁸³ Pérez López, Á., y Álvarez Couso, I., *op. cit.*, p. 158.

⁸⁴ Héctor Lorca, R., “Comentarios a la doctrina existente respecto del artículo 16.5 de la Ley del Impuesto sobre Sociedades”, *LA LEY*, núm. 4052, 2018.

⁸⁵ Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades (BOE núm. 288, de 28 de noviembre de 2014).

una limitación adicional a la deducibilidad de los gastos financieros en aquellos supuestos en los que se adquieran participaciones de otras entidades con una financiación superior al 70% del precio de adquisición y, posteriormente, la entidad adquirente se fusione con otra entidad o la entidad adquirida se integre en un grupo de consolidación fiscal. La limitación consiste en que, en estos casos, los gastos financieros derivados de la deuda de adquisición se deben deducir con el límite del 30% del beneficio operativo de la entidad o grupo fiscal **adquirente**, es decir, sin incluir el beneficio operativo de la **entidad adquirida** (y, en el caso del grupo de consolidación, tampoco el correspondiente a cualquier otra que se incorpore al grupo fiscal en los períodos impositivos que se inicien en los 4 años posteriores a esa adquisición). Esta normativa se diseñó con el propósito de evitar que las entidades que realizan adquisiciones financiadas con deuda puedan aprovecharse del beneficio operativo de las sociedades adquiridas, incrementando artificialmente el importe de los gastos financieros deducibles. En el contexto de las fusiones apalancadas, donde la adquisición se financia mayoritariamente con deuda, esta limitación cobra especial relevancia, ya que busca mitigar los riesgos fiscales asociados a altos niveles de endeudamiento y evitar prácticas abusivas.

El artículo establece, además, un límite temporal de cuatro años, de forma que la limitación adicional a la deducibilidad de los gastos financieros se aplica específicamente en los casos en los que, dentro de los cuatro ejercicios posteriores a la adquisición de las participaciones, la sociedad adquirente se fusione con otra entidad o la entidad adquirida pase a formar parte de un grupo de consolidación fiscal. Esta previsión temporal actúa como un umbral de tiempo para evaluar si la operación de adquisición podría dar lugar a una posible optimización fiscal a través de la fusión o integración en un grupo de consolidación. El propósito de este límite temporal es evitar que las empresas utilicen la fusión o la incorporación a un grupo de consolidación fiscal como una estrategia diferida para eludir la limitación de la deducibilidad de los gastos financieros, impidiendo así que, mediante una planificación fiscal a largo plazo, las empresas pospongan la reestructuración corporativa para beneficiarse de una mayor deducibilidad de gastos financieros sin cumplir las condiciones de reducción de la deuda establecidas en el propio artículo 16.5.

Además, la norma incluye una cláusula de escape⁸⁶ en su párrafo tercero, la cual permite eximir de la limitación siempre que la financiación de la adquisición no supere inicialmente el 70% del precio de adquisición y la deuda se reduzca proporcionalmente en los ocho años siguientes hasta alcanzar el 30% del precio de adquisición. Esta reducción debe realizarse de manera constante, ya que, de no cumplirse la regla de minoración proporcional, los gastos financieros devengados estarán sujetos a la limitación adicional del artículo 16.5. Sin embargo, si en ejercicios posteriores se ajusta la deuda de acuerdo con la fórmula establecida, podría revertirse la aplicación de la limitación. Esta previsión otorga una cierta flexibilidad temporal a las empresas, aunque la interpretación de esta norma no está exenta de complejidades y riesgos fiscales. En cuanto al momento en que debe evaluarse el porcentaje de endeudamiento, existen interpretaciones encontradas, aunque parece razonable considerar que el análisis debería realizarse en el ejercicio en que efectivamente se produce la fusión o la incorporación al grupo de consolidación fiscal, en lugar del ejercicio de adquisición de las participaciones. La Dirección General de Tributos (DGT) ha emitido diversas consultas vinculantes⁸⁷ que arrojan luz sobre la aplicación práctica del artículo 16.5, estableciendo que esta limitación es adicional a la prevista en el artículo 16.1 de la misma ley. Esto significa que, tras determinar el importe de los gastos financieros deducibles mediante la regla del artículo 16.5, estos deben sumarse a los demás gastos financieros de la entidad, para luego aplicar el límite general del 30% del beneficio operativo establecido en el artículo 16.1. Además, la DGT ha puntualizado que la limitación solo resulta de aplicación cuando la fusión o la integración en el grupo de consolidación fiscal se produce dentro de los cuatro ejercicios posteriores a la adquisición. Asimismo, la DGT ha reforzado esta interpretación mediante consultas vinculantes, indicando que la limitación adicional solo es aplicable si la fusión o la incorporación al grupo de consolidación fiscal se produce efectivamente dentro de ese plazo de cuatro ejercicios fiscales. Además, en cuanto al análisis del endeudamiento,

⁸⁶ Ferrer Vidal, D., “Los gastos financieros derivados de préstamos para la adquisición de participaciones y su posterior fusión. Análisis del límite adicional del art. 16.5 LIS”, *Quincena Fiscal*, n.º 12, Sección Estudios, Aranzadi, 2017.

⁸⁷ Consulta Vinculante V1664-15, 28 de mayo de 2015 [versión electrónica - base de datos de la *Dirección General de Tributos*]. Última consulta: 19 de marzo de 2025; Consulta Vinculante V1545-16, 13 de abril de 2016 [versión electrónica - base de datos de la *Dirección General de Tributos*]. Última consulta: 19 de marzo de 2025; Consulta Vinculante V3462-16, 20 de julio de 2016 [versión electrónica - base de datos de la *Dirección General de Tributos*]. Última consulta: 19 de marzo de 2025.

la DGT ha sugerido que en los casos en los que la adquisición y la fusión se realizan en ejercicios fiscales diferentes, el nivel de endeudamiento debe evaluarse en el ejercicio en el que se materializa la fusión o la incorporación al grupo de consolidación, y no necesariamente en el ejercicio de la adquisición.

Por último, con el objetivo de ofrecer una visión comparada que permita valorar las ventajas y limitaciones del régimen fiscal español, a continuación se expone de forma sintetizada, el tratamiento fiscal de estas operaciones en Luxemburgo. Este país se ha consolidado como una jurisdicción especialmente atractiva para la estructuración de este tipo de operaciones, gracias a un entorno fiscal favorable, una normativa flexible y una amplia red de convenios para evitar la doble imposición. Luxemburgo⁸⁸ ofrece importantes ventajas para la constitución de vehículos de inversión, como las SOPARFI (*Société de Participations Financières*), utilizados comúnmente en estructuras de private equity y operaciones apalancadas (LBOs). Entre las principales ventajas fiscales se encuentra el acceso al **régimen de exención de participación**, que permite la exención de impuestos sobre dividendos, ganancias de capital, ingresos por liquidación y el impuesto sobre el patrimonio neto, siempre que se cumplan ciertos requisitos de participación. También destaca la ausencia de retención fiscal sobre los pagos de intereses y la deducibilidad total de los gastos financieros vinculados a la financiación de inversiones mediante deuda externa. Esta combinación de beneficios fiscales, junto con la flexibilidad normativa y la posibilidad de utilizar instrumentos de deuda específicos para optimizar la tributación de los ingresos, convierte a Luxemburgo en una jurisdicción atractiva para la creación de vehículos de inversión en operaciones financieras internacionales.

⁸⁸ “Global LBO Guide”, *Baker McKenzie*, 2017 (disponible en: https://www.bakermckenzie.com/-/media/files/insight/publications/global-lbo-guide/bk_global_lboguide_rebranded.pdf?la=en; última consulta: 20/03/2025).

V. CONSIDERACIONES PERSONALES SOBRE LA RELACIÓN ENTRE LA FUSIÓN APALANCADA Y LA ASISTENCIA FINANCIERA

En el contexto actual del Derecho societario y financiero, la regulación de la fusión apalancada y la prohibición de asistencia financiera plantea un debate crucial sobre el equilibrio entre la protección del capital social y la flexibilidad empresarial. Mientras que la normativa tradicional busca evitar riesgos asociados al uso indebido de los recursos de la sociedad para financiar su propia adquisición, la evolución del mercado y las estructuras financieras han demostrado que una prohibición demasiado rígida puede resultar contraproducente. A continuación, presento mis aportaciones personales como estudiante de Derecho, en las que expongo una reflexión sobre la regulación de la fusión apalancada y la prohibición de asistencia financiera, considerando su impacto en la seguridad jurídica, la protección del capital social y la necesidad de una interpretación más flexible y acorde con la realidad económica actual.

La prohibición de asistencia financiera: ¿una norma anacrónica? La prohibición de asistencia financiera surgió con el propósito de proteger el capital social, evitando que los administradores utilizaran los recursos de la sociedad para financiar la compra de sus propias acciones. No obstante, en un contexto de mercado globalizado y financieramente sofisticado, esta restricción puede resultar excesivamente rígida, obstaculizando operaciones legítimas de reestructuración empresarial. Si bien es fundamental prevenir abusos y garantizar la protección de los acreedores, la aplicación de una prohibición absoluta genera incertidumbre y puede imponer limitaciones innecesarias en transacciones como LBOs y las fusiones apalancadas. Esto pone de manifiesto la necesidad de ajustes normativos que permitan mantener la protección de los bienes jurídicos esenciales sin imponer restricciones excesivas en la operativa mercantil.

Para garantizar la tutela efectiva de los bienes jurídicos protegidos, es imprescindible reforzar los mecanismos de control, estableciendo criterios más claros sobre las excepciones permitidas y mejorando la transparencia de estas operaciones. En este sentido, una posible alternativa sería exigir la convocatoria de una junta general cuando la asistencia financiera pueda comprometer la estabilidad patrimonial de la sociedad, permitiendo a los socios minoritarios y a los acreedores ejercer un derecho de oposición ante operaciones de asistencia financiera que puedan afectar sus intereses. En otros supuestos, como la venta de activos esenciales, la normativa exige la convocatoria de la

junta general para que los socios puedan pronunciarse sobre la operación. Sin embargo, en el caso de la asistencia financiera, no se prevé un procedimiento similar, lo que podría comprometer la estabilidad financiera de la sociedad al dejar estas decisiones en manos exclusivas del órgano de administración. La incorporación de un derecho de oposición en estos casos permitiría una mayor protección de los intereses de los afectados, garantizando que estas operaciones solo se lleven a cabo cuando sean realmente viables y no perjudiquen la solvencia de la sociedad ni los derechos de los socios minoritarios y acreedores.

Por lo tanto, proponer la intervención de la junta general en estos casos aportaría mayor seguridad jurídica y transparencia, evitando que operaciones de asistencia financiera puedan ejecutarse sin un control adecuado. La aprobación por parte de los socios permitiría evaluar los riesgos y beneficios de la operación, evitando posibles abusos que favorezcan a determinados grupos de socios en perjuicio de otros o que comprometan la estabilidad financiera de la sociedad.

Además, otra laguna en la regulación de la asistencia financiera es la falta de una autoridad claramente definida para supervisar su cumplimiento en el ámbito de las sociedades no cotizadas. Mientras que en las sociedades cotizadas la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) desempeña un papel clave en la fiscalización de estas operaciones, en las no cotizadas no existe un organismo específico encargado de garantizar su correcta aplicación. Esta ausencia de supervisión genera una situación de inseguridad jurídica, que puede derivar en una aplicación desigual de la norma y en dificultades para detectar y sancionar incumplimientos. Para corregir esta deficiencia y reforzar la seguridad jurídica, sería recomendable designar un órgano supervisor específico para las sociedades no cotizadas o, en su defecto, fortalecer el papel del Registro Mercantil en la revisión de estas operaciones. Con ello, se garantizaría un control más riguroso y uniforme, evitando que la prohibición de asistencia financiera se aplique de forma arbitraria o con disparidad de criterios, y asegurando que las operaciones societarias se lleven a cabo bajo parámetros de transparencia y legalidad.

Hacia un marco normativo más flexible en España. A la luz del marco normativo europeo, algunos países han optado por flexibilizar la prohibición de asistencia financiera, permitiendo su aplicación bajo ciertas condiciones y controles. La normativa española sobre asistencia financiera sigue siendo una de las más restrictivas en Europa, lo que

puede dificultar operaciones empresariales estratégicas, como fusiones apalancadas y adquisiciones. Mientras que otros países han optado por modelos más flexibles que equilibran la protección del capital social con la libertad empresarial, España mantiene una prohibición general con pocas excepciones.

Un referente interesante para flexibilizar la normativa española es el Reino Unido, donde la Companies Act 2006 permite la asistencia financiera en sociedades privadas, siempre que se garantice que la operación no compromete la estabilidad financiera de la empresa ni perjudica los derechos de los acreedores. En contraste, en las sociedades cotizadas se mantiene una prohibición estricta para evitar riesgos de abuso y manipulación del mercado. Este enfoque ofrece un modelo equilibrado, ya que permite la flexibilidad necesaria para fomentar la inversión y el crecimiento de las empresas privadas, sin relajar las medidas de protección en los mercados financieros.

Siguiendo este modelo, una posible reforma en España podría consistir en:

1. Permitir la asistencia financiera en sociedades de responsabilidad limitada bajo ciertas condiciones, como la presentación de un informe financiero que demuestre que la operación no afectará negativamente el patrimonio de la sociedad ni pondrá en riesgo a sus acreedores.
2. Mantener la prohibición en sociedades anónimas cotizadas, donde el riesgo de manipulación del mercado y perjuicio a los accionistas minoritarios es mayor.
3. Incorporar mecanismos de supervisión y control, como la necesidad de aprobación previa por parte de la junta general cuando la operación supere un determinado umbral financiero, garantizando que los socios puedan evaluar su impacto.
4. Exigir un informe de viabilidad económica y financiera emitido por los administradores de la sociedad, similar al aplicado en Italia, que justifique la conveniencia de la operación y asegure la solvencia futura de la empresa tras la concesión de la asistencia financiera.

Esta reforma permitiría modernizar la legislación española y alinearla con otros sistemas europeos más dinámicos, sin comprometer la seguridad jurídica ni los principios de protección del capital social. Al adoptar un enfoque más flexible, España podría fomentar un entorno empresarial más competitivo, facilitando operaciones estratégicas de

crecimiento y consolidación sin dejar de garantizar la estabilidad financiera y el respeto a los derechos de los acreedores y socios minoritarios.

Fiscalidad y Deslocalización: La Ventaja de Otros Países Frente a España. Como se ha expuesto anteriormente, la fiscalidad juega un papel clave en la estructuración de fusiones apalancadas y adquisiciones, ya que la elección del país donde se constituya el vehículo de inversión depende en gran medida del régimen tributario aplicable. En Europa, países como Luxemburgo y Países Bajos han desarrollado marcos fiscales altamente atractivos que facilitan la optimización fiscal de este tipo de operaciones, permitiendo reducir la carga impositiva sobre dividendos, plusvalías e intereses. Esto ha convertido a estos países en centros estratégicos para la canalización de inversiones internacionales, en detrimento de otros Estados con una fiscalidad más rígida, como España.

La existencia de regímenes más favorables en otros países europeos ha generado un fenómeno de deslocalización de vehículos de inversión, lo que reduce la base imponible en España y limita su capacidad de atraer capital extranjero. Mientras que en países como Luxemburgo se aplican exenciones y deducciones que facilitan las adquisiciones apalancadas sin generar una carga fiscal excesiva, en España estas operaciones siguen enfrentando una tributación más elevada y menos incentivos fiscales, lo que puede frenar la inversión y encarecer la financiación de estas transacciones.

El debate sobre la armonización fiscal dentro de la UE sigue sin resolverse, lo que permite que cada país mantenga su propia estrategia fiscal para atraer inversión. España, sin embargo, sigue en desventaja frente a jurisdicciones que han sabido diseñar sistemas más competitivos sin comprometer la transparencia ni el control fiscal. Adaptar el marco tributario español para hacerlo más atractivo a la inversión, sin perder de vista la protección de los ingresos fiscales, sería una medida clave para fomentar la actividad empresarial y evitar la fuga de capital hacia otros Estados con un entorno fiscal más favorable. Sin embargo, cualquier reforma debe garantizar un equilibrio entre la incentivación empresarial y la protección de los ingresos fiscales, asegurando que las medidas adoptadas no solo fomenten la inversión y el crecimiento económico, sino que también mantengan la sostenibilidad de las finanzas públicas y la equidad tributaria, teniendo en cuenta que, en todo caso, la mayor inversión y el crecimiento económico garantizan a su vez mayores capacidades de recaudación tributaria de acuerdo con la curva de Laffer. Por lo tanto, adaptar la regulación a los estándares internacionales más

competitivos permitiría a España fortalecer su atractivo sin comprometer la transparencia y el control fiscal, evitando así una continua fuga de capital hacia otras jurisdicciones.

VI. BIBLIOGRAFÍA

MANUALES CONSULTADOS

Alonso Soto, R. J., “Las operaciones de fusión”, en Álvarez Arjona, J. M. y Carrasco Perera, Á. (coords.), *Fusiones y adquisiciones de empresas*, Civitas-Thomson Reuters, Madrid, 2004, pp. 497-518.

Álvarez Arjona, J. M. et al., *Capital riesgo (private equity): aspectos regulatorios, mercantiles, financieros, fiscales y laborales*, Editorial Aranzadi, 2006.

Barea Martínez, M. T., “Capítulo XVI: Negocios sobre las propias acciones y participaciones. Asistencia financiera”, *Cuadernos de Derecho y Comercio*, Extraordinario, 2015, pp. 313-344.

Barreiro González, J., “Breve introducción al préstamo sindicado”, en *Estudios sobre Financiaciones Sindicadas*, Aranzadi, Pamplona, 1.ª ed., 2017.

Gimeno Ribes, M., “La fusión apalancada como operación económico-financiera”, *Endeudamiento empresarial y fusión de sociedades. Contribución al estudio de la fusión apalancada*, Marcial Pons, Madrid, 2015, pp. 35-62.

Gimeno Ribes, M., “La prohibición de asistencia financiera a través de su historia jurídica”, en *Endeudamiento empresarial y fusión de sociedades. Contribución al estudio de la fusión apalancada*, Marcial Pons, Madrid, 2015, pp. 65-114.

González-Meneses, M., y Álvarez, S., *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Editorial Aranzadi, 2011, pp. 119-293.

Hernández Bengoa, A., y Ruiz-Gallardón, A., “Capítulo 5: Leveraged Buyouts”, en Saavedra Ortiz, J. J., y Serrano Acitores, A. (coords.), *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*, Editorial Bosch, Barcelona, 2011, pp. 195-226.

Paz-Ares, C., “Negocios sobre las propias acciones”, *La reforma del Derecho español de sociedades de capital*, Civitas, Madrid, 1987, pp. 473-629.

Paz-Ares, C. y Perdices, A., “Las compras apalancadas: significado y problemas para su admisión”, en Uría, R., Menéndez, A. y Olivencia, M. (dirs.), *Comentarios al Régimen Legal de las Sociedades Mercantiles*, t. IV, vol. 2.º B, Thomson Civitas, Madrid, 2003.

Perdices Huetos, A., “Asistencia financiera y compra de empresa”, en Jordano Luna, M. (coord.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 4.ª ed., La Ley, Madrid, 2024, pp. 331-362.

Pérez López, Á., y Álvarez Couso, I., “La financiación de la adquisición de empresas. Financiación bancaria y vía mercado de capitales”, en Jordano Luna, M. (coord.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas. Actualizado al RDL 5/2023, de 28 de junio* (4.ª ed.), La Ley, Madrid, 2024, pp. 153-197.

Pérez Martín, E., “El contrato entre acreedores. Pactos de subordinación”, en Manzanares Secades, A. (coord.), *Estudios sobre Financiaciones Sindicadas*, Aranzadi, Navarra, 1.ª ed., 2017.

Serrano Acitores, A., “Capítulo Tercero: Tipología y partes intervinientes en las operaciones LBO”, *Leveraged Buyouts: El Sistema Contractual de las Adquisiciones Apalancadas de Empresas por Operadores de Capital Riesgo*, Thomson Reuters Aranzadi, Madrid, 2013, pp. 143-162.

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

Vives Ruiz, F., y López-Jorrín Hernández, Á., “Las fusiones apalancadas (Art. 42 del Real Decreto-Ley 5/2023)”, en Jordano Luna, M. (coord.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas. Actualizado al RDL 5/2023, de 28 de junio* (4.ª ed.), La Ley, Madrid, 2024, pp. 887-924.

OBRAS DOCTRINALES CONSULTADAS

Alfaro, J., “Lecciones: Asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones propias”, *Almacén de Derecho*, 2017 (disponible en: <https://almacenederecho.org/lecciones-asistencia-financiera-la-adquisicion-acciones-participacionees-propias>; última consulta: 25/03/2025).

Alonso, L. et al., “Cuestiones relevantes del nuevo régimen de modificaciones estructurales” Clifford Chance, 2023 (Disponible en: <https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2023/07/Cuestiones-relevantes-nuevo-regimen-modificaciones-estructurales.pdf>; última consulta 22/03/2025).

Álvarez Royo-Villanova, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera: el Art 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales”, *El Notario del Siglo XXI*, n.º 30, 2010 (Disponible en: <https://www.elnotario.es/especial-50-numeros-de-ensxxi/70-secciones/academia-matritense-del-notariado/1245-fusion-apalancada-y-asistencia-financiera-el-art-35-de-la-ley-de-modificaciones-estructurales-0-8764917365056386>; última consulta 10/03/2025).

Blasco Gascó, F. P., “Libertad contractual y restricción de los actos de asistencia financiera”, *Revista de Derecho Patrimonial*, n.º 34, Sección Doctrina, 2014, Aranzadi.

Broseta Pont, M., "Régimen de los 'préstamos participativos'", *Revista de derecho bancario y bursátil*, año 4, n. 14, 1984, pp. 247-292.

Carretero Pires, A., *Operaciones de compra apalancada de empresas y la creación de valor. El impacto de la estructura financiera*, Tesis doctoral, Universidad Rey Juan Carlos, Madrid, 2017, pp. 92-99.

Ferrer Vidal, D., “Los gastos financieros derivados de préstamos para la adquisición de participaciones y su posterior fusión. Análisis del límite adicional del art. 16.5 LIS”, *Quincena Fiscal*, n.º 12, Sección Estudios, Aranzadi, 2017

García Mandaloniz, M., “Participación y/o subordinación en los instrumentos de financiación”, *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 247, 2003, pp. 279-314.

Héctor Lorca, R., “Comentarios a la doctrina existente respecto del artículo 16.5 de la Ley del Impuesto sobre Sociedades”, *LA LEY*, núm. 4052, 2018.

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

López Mateo, M. Á., “Asistencia financiera: análisis y crítica del derecho vigente. Ley 3/2009 (II)”, *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 273, 2009, pp. 835-892.

Martí Moya, V., “El merger leveraged buy-out o fusión apalancada a la luz de la Ley de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles”, *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 276, abril/junio 2010.

Palomero Benazerraf, A., y Sanz Bayón, P., “Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas”, en *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil*, n. 3, 2013.

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. 35, 2010, pp. 257-265.

Torres Morales, E., “La prohibición de asistencia financiera en las sociedades de capital. Una interpretación flexibilizadora”, *El Notario del Siglo XXI*, n. 119, 2025 (disponible en: <https://www.elnotario.es/opinion/opinion/12475-la-prohibicion-de-asistencia-financiera-en-las-sociedades-de-capital-una-interpretacion-flexibilizadora>; última consulta 20/03/2025).

RECURSOS DE INTERNET CONSULTADOS

Arnaud-Rio, M. et al., “Clarification of the rules on financial assistance for Luxembourg SARLs”, *Linklaters*, 2021 (disponible en: <https://www.linklaters.com/es-es/knowledge/publications/alerts-newsletters-and-guides/2021/august/13/clarification-of-the-rules-on-financial-assistance-for-luxembourg-sarls>; última consulta 25/02/2025)

DLA Piper, “Corporate governance: Financial assistance and corporate benefit rules”, *RealWorld Law – Real Estate Finance*, última modificación el 23 de marzo de 2025 (disponible en: <https://www.dlapiperrealworld.com/law/index.html?c=FR&t=finance&s=creating-security&q=corporate-governance>; última consulta 25/03/2025).

Friedl, B., “German Aspects of Acquisition Financing”, *Gibson, Dunn & Crutcher LLP*, Múnich. (disponible en: <https://www.gibsondunn.com/wp-content/uploads/documents/publications/FriedlGeiss-GermanAspectsofAcquisitionFinancing.pdf>; última consulta 10/03/2025).

Global LBO Guide”, *Baker McKenzie*, 2017 (disponible en: https://www.bakermckenzie.com/-/media/files/insight/publications/global-lbo-guide/bk_global_lboguide_rebranded.pdf?la=en; última consulta: 20/03/2025).

Incorvaia, R., y Grigolon, F., “Prohibition of financial assistance and nullity of related acts”, *Morri Rossetti & Franzosi*, 2024 (disponible en: <https://morrirossetti.it/en/insight/publications/prohibition-of-financial-assistance-and-nullity-of-related-acts.html>; última consulta 15/03/2025).

Raaijmakers, G., y Rutten, S., “The Netherlands: Financial Assistance”, *IBA Corporate and M&A Law Committee*, 2022 (disponible en: <https://www.ibanet.org/document?id=Financial-Assistance-The-Netherlands-2022>; última consulta 10/03/2025).

Shepherd, J., “England and Wales. Financial Assistance”, *IBA Corporate and M&A Law Committee*, 2022 (disponible en: <https://www.ibanet.org/document?id=Financial-Assistance-2022-EnglandandWales>; última consulta 30/01/2025).

Strehle, E. P., “Germany: Financial Assistance”, *IBA Corporate and M&A Law Committee*, 2022 (disponible en: <https://www.ibanet.org/document?id=Financial-Assistance-2022-Germany>; última consulta 11/02/2025).

Wlodarczyk, J., y Le Galloc’h, E., “France: Financial Assistance”, *IBA Corporate and M&A Law Committee*, 2022 (disponible en: <https://www.ibanet.org/document?id=FinancialAssistance-2022-France>; última consulta 10/03/2025).

LEGISLACIÓN, DOCTRINA ADMINISTRATIVA Y JURISPRUDENCIA

○ Consultas:

Consulta Vinculante V1545-16, 13 de abril de 2016 [versión electrónica - base de datos de la *Dirección General de Tributos*]. Última consulta: 19 de marzo de 2025.

Consulta Vinculante V1664-15, 28 de mayo de 2015 [versión electrónica - base de datos de la *Dirección General de Tributos*]. Última consulta: 19 de marzo de 2025.

Consulta Vinculante V3462-16, 20 de julio de 2016 [versión electrónica - base de datos de la *Dirección General de Tributos*]. Última consulta: 19 de marzo de 2025.

○ **Leyes:**

Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (BOE núm. 275, de 13 de noviembre de 2014).

Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades (BOE núm. 288, de 28 de noviembre de 2014).

Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (BOE n.º 82, de 4 de abril de 2009). [Disposición derogada]

Ley 44/2015, de 14 de octubre, de Sociedades Laborales y Participadas (BOE núm. 247, de 15 de octubre de 2015).

Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil (Gaceta de Madrid núm. 206, de 25 de julio de 1889).

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).

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. 154, de 29 de junio de 2023).

Real Decreto-ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica (BOE núm. 139, de 8 de junio de 1996).

○ **Jurisprudencia:**

Sentencia del Tribunal Supremo, Sala Primera (Civil), núm. 472/2010, de 20 de julio [versión electrónica - base de datos *CENDOJ*. Ref. STS 4621/2010, ECLI:ES:TS:2010:4621]. Última consulta: 27 de marzo de 2025.