



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

**IMPACTO DE LA REGULACIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA
EN LA ESTRUCTURA DE LAS LBOS**

Clara de Pablo González-Echenique

5º E3 Analytics

Departamento de Derecho mercantil

Tutor: Felipe Carbonell García

Madrid

Marzo 2025

Resumen.

Este trabajo aborda el régimen jurídico de la asistencia financiera en el contexto de las adquisiciones apalancadas (LBOs), centrandó el análisis en la normativa española y su comparación con otros sistemas jurídicos. La asistencia financiera, prohibida de forma general en España por los artículos 143 y 150 de la Ley de Sociedades de Capital, impide que una sociedad facilite directa o indirectamente la adquisición de sus propias acciones. Esta restricción -justificada por la protección del capital social, de los acreedores, de la equidad entre socios y la prevención de abusos- tiene un impacto directo en las estructuras de las LBOs, que suelen apoyarse en los activos de la sociedad adquirida para financiar la operación.

El trabajo examina las implicaciones de esta prohibición, destacando entre sus efectos la limitación en la flexibilidad financiera y por ende en la ejecución de estas operaciones, al tiempo que introduce riesgos de inseguridad jurídica. Asimismo, se analiza el tratamiento de la asistencia financiera en otros países, como Reino Unido, Italia y Estados Unidos, donde dicha asistencia bien se permite bajo determinadas condiciones bien se regula mediante controles posteriores, todo ello evidenciando una mayor adaptación a las dinámicas del mercado.

Finalmente, se plantea una crítica al modelo español, considerando su rigidez como obstáculo para la competitividad del mercado transaccional y para la atracción de inversores. Se propone, por tanto, alternativas de reforma con las que se permita una asistencia financiera limitada y controlada, alineada con los estándares europeos, a fin de equilibrar la protección de los intereses societarios con la eficiencia económica.

Palabras clave: Asistencia financiera, Compras apalancadas (LBO), Fusión apalancada, Prohibición, Protección, Derecho societario.

Abstract.

This paper examines the legal framework governing financial assistance in the context of leveraged buyouts (LBOs), focusing on the Spanish regulation and its comparison with other legal systems. Financial assistance, broadly prohibited in Spain under Articles 143 and 150 of the Spanish Companies Act, prevents a company from directly or indirectly facilitating the acquisition of its own shares. This restriction -justified by the protection of share capital, of its creditors, the preservation of shareholder's equality and the prevention of abuses- has a direct impact when planning for the structure of LBOs, which typically rely on the target company's assets to finance the transaction.

The present study explores the implications of this prohibition, highlighting among its effects the limitation of financial flexibility and consequently the execution of such transactions, while also introducing risks of legal uncertainty. It further analyses how financial assistance is addressed in other countries, such as the United Kingdom, Italy, and the United States, where such assistance is either permitted under certain conditions or regulated through *ex post* controls, demonstrating a greater adaptability to market dynamics.

Finally, the paper offers a critical assessment of the Spanish model, viewing its rigidity as an obstacle to the competitiveness of the transactional market and to the attraction of investment. As a result, it proposes alternative reforms that would allow for limited and controlled financial assistance, in line with European standards, in order to strike a balance between the protection of corporate interests and economic efficiency.

Keywords: Financial assistance, Leveraged Buyouts (LBOs), Merger buyouts, Prohibition, Protection, Corporate law.

INDICE

1. INTRODUCCIÓN.....	6
1.1. Introducción a régimen de las Compras apalancadas	6
1.1.1. Definición de Leveraged Buyout o Compra apalancada	6
1.1.2. Estructura de la compraventa.....	7
1.1.3. Contrato de financiación en las LBOs.....	8
1.1.4. Relevancia de las operaciones de LBO en el ámbito mercantil y financiero.....	10
1.1.5. Incidencia de la regulación de la asistencia financiera en las LBOs	13
1.2. Objetivo del TFG	14
1.3. Metodología y delimitación del análisis	14
2. ANÁLISIS DEL MARCO NORMATIVO EN ESPAÑA	15
2.1. La asistencia financiera en derecho español	15
2.1.1. Concepto de asistencia financiera.....	15
2.1.2. Artículo 143 y 150 de la Ley de Sociedades de Capital	15
2.2. Elementos determinantes de la asistencia	16
2.2.1. Elemento objetivo.....	16
2.2.2. Elemento temporal.....	22
2.2.3. Elemento subjetivo	23
2.3. Razones y objetivos detrás de la prohibición en España.....	25
2.3.1. Protección financiera o patrimonial (del capital social)	25
2.3.2. Protección corporativa u organizativa	26
2.3.3. Protección bursátil	26
2.4. Excepciones a la prohibición	27
2.4.1. Excepciones “directas”	27
2.4.2. Excepciones indirectas	30
2.5. Implicaciones prácticas de la prohibición en la estructura de las LBOs.....	34
2.5.1. Nulidad de la asistencia	34
2.5.2. Sanciones administrativas.....	35
2.5.3. Responsabilidad de los administradores.....	35
3. ANÁLISIS COMPARADO DEL MARCO NORMATIVO.....	36
3.1. Breve introducción de la figura de asistencia financiera en derecho comparado	36
3.2. Antecedentes de la prohibición de asistencia financiera.....	36
3.3. Estudio comparativo	38
3.3.1. Sistema italiano, inglés y español.....	39
3.3.2. Sistema estadounidense	46
4. RACIONALIZACIÓN DEL MARCO REGULATORIO	49

4.1.	Argumentos a favor y en contra de la prohibición.....	49
4.1.1.	Argumentos a favor de la prohibición.....	49
4.1.2.	Argumentos en contra de la prohibición.....	50
4.1.3.	Perspectiva de derecho económico: eficiencia y protección de intereses.....	50
4.2.	Propuesta de mejora e impacto en la práctica mercantil.....	51
4.2.1.	Propuesta de reforma: hacia una flexibilización responsable.....	51
4.2.2.	Impacto normativo y económico.....	52
5.	CONCLUSIONES.....	54
6.	BIBLIOGRAFÍA.....	55

ILUSTRACIONES

Ilustración 1.	Esquema de las operaciones de compra apalancada.....	7
Ilustración 2.	Esquema piramidal de la financiación de una LBO y riesgo crediticio parejo. .	9
Ilustración 3.	Evolución en el número de compras apalancadas (2000-2024).....	12
Ilustración 4.	Esquema de la operación triangular.....	13
Ilustración 5.	Esquema de una compra apalancada seguida de fusión.	32

ABREVIATURAS.

Art.	Artículo.
CC	Código Civil.
CC Italiano	Código Civil Italiano o <i>Codice Civile</i> .
CE	Constitución Española.
CEE	Comunidad Económica Europea.
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores.
CP	Código Penal.
EE.UU.	Estados Unidos.
ET	Estatuto de los Trabajadores.
IBO	<i>Institutional Buyout</i> .
LBO	<i>Leveraged Buyout</i> .
LEBO	<i>Leveraged Employee Buyout</i> .
LSC	Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.
M&A	<i>Mergers and Acquisitions</i> o Fusiones y Adquisiciones.
MBI	<i>Management Buyin</i> .
MBO	<i>Management Buyout</i> .
OPA	Oferta Pública de Adquisición.
p.	Página.
pp	Páginas.
RDLME	Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, de Modificaciones Estructurales.
S.A.	Sociedad Anónima.
S.L.	Sociedad de Responsabilidad Limitada.
SPV	Vehículo de Propósito Especial.
STS	Sentencia del Tribunal Supremo.
TIR	Tasa Interna de Retorno.
UE	Unión Europea.

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Introducción a régimen de las Compras apalancadas

1.1.1. Definición de Leveraged Buyout o Compra apalancada

Se conocen como *Leveraged Buyouts* (“LBOs”) a las operaciones de adquisición o compra apalancada, es decir aquellas consistentes en la adquisición mayoritaria o total de una sociedad y financiadas con altos niveles de deuda¹. El propio término de *leveraged buyout* vislumbra su significado esencial haciendo referencia directa a la financiación. *Leveraged*, en español “apalancamiento”, alude al uso de endeudamiento para la adquisición², mientras que *buy out*, en su significado literal implica “comprar fuera”, es decir adquirir las acciones o participaciones que una persona/entidad posee en una sociedad.

En este tipo de operaciones, la inversión del comprador será considerablemente reducida respecto del precio total de adquisición, puesto que la mayor parte de esta se ve financiada por préstamos otorgados por uno o más prestamistas externos. De este modo, el objetivo perseguido al recurrir a este nivel de endeudamiento es doble: (i) reduce el riesgo del inversor al minimizar los recursos propios aportados para la adquisición de Target, y (ii) maximiza la rentabilidad de la inversión en comparación con el retorno generado con dicha operación respecto de los recursos propios aportados por el comprador (siempre que se revalorice la sociedad adquirida de manera que supere el coste de deuda contraída para su adquisición)³.

Normalmente, la financiación concedida se estructura en base a la capacidad crediticia de la sociedad adquirida, pues debe considerarse que la obtención de financiación no depende de la solvencia económica del comprador, sino de la combinación entre la capacidad de circulante y la garantía proporcionada por el valor de los activos de la sociedad *target*⁴. Ciertamente, es habitual que en estas operaciones los adquirentes garanticen los préstamos con los propios activos o acciones de la sociedad adquirida⁵.

¹ Fanner, C., Lombers, M., y Shaw, M., *Leveraged buyouts*, Practical Law, 2007. [versión en línea].

² Mullerat Balmaña, R. M. “Management and leveraged buy-outs (adquisición de sociedades por sus propios directivos). Aspectos jurídicos”, *Revista Jurídica de Catalunya*, vol. 90, n. 2, 1991, p. 337.

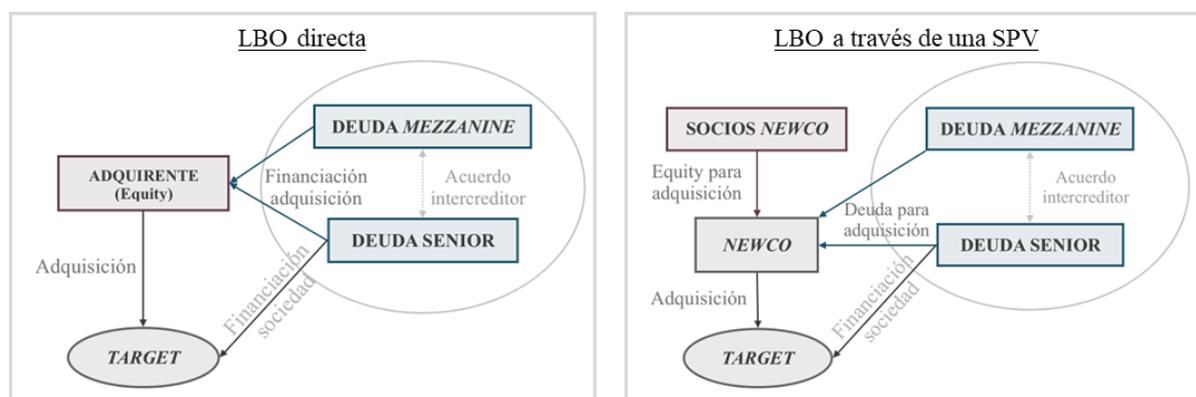
³ Pérez López, A., Contreras Bernier, B. y Álvarez Couso, I., “La financiación de la adquisición de empresas. Financiación bancaria y vía mercado de capitales” en Sebastián Quetglas, R. (dir.) y Jordano Luna, M. (coord.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2.ª ed., Wolters Kluwer, Madrid, 2019, p. 141.

⁴ Fernández Fernández, M. C. “La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones como obstáculo a ciertas compras apalancadas de empresas, o leveraged buy-outs”, *Revista de Derecho Mercantil*, n. 232, 1999. [versión en línea]

⁵ Alfaro, J. “Las compras apalancadas o leveraged buy-out (LBO)”, *Almacén de Derecho*, 25 de octubre de 2021.

En las operaciones de compra apalancada existen por tanto dos negocios jurídicos conectados pero independientes entre sí: por una parte, el contrato de compraventa de la sociedad objetivo (la “Target”) y, por otra, el de financiación.

Ilustración 1. Esquema de las operaciones de compra apalancada



Fuente: Esquemas propios.

1.1.2. Estructura de la compraventa

Una LBO puede estructurarse de varias maneras.

En primer lugar, el adquirente puede comprar la Target directamente sin intermediarios (podríamos hablar de una LBO “con comprador corporativo”, siendo la estructura de ejecución más sencilla)⁶, bien utilizar un Vehículo de Propósito Especial (“SPV” o “Newco”). Una SPV se constituye por los inversores para la adquisición de la Target, actuando como intermediaria, de manera que tras su constitución juega el rol de compradora en la transacción⁷.

En esta línea, puede ocurrir que la LBO tenga el fin de fusionar la sociedad adquirente con la adquirida, a lo que se denomina fusión apalancada. En este caso, la Target puede fusionarse con la sociedad adquirente directamente, o en caso contrario, con la sociedad vehículo creada para la operación en cuestión. Esto hace que se hable de una fusión directa (*forward merger*) o fusión inversa (*reverse merger*), respectivamente⁸.

En segundo lugar, en función de quien promueve la operación, identificamos diversas categorías. Entre otros: (i) una *Institutional Buyout* (IBO) supone la compra por inversores institucionales; (ii) en las *Management Buyout* (MBO), los propios directivos de la sociedad impulsan la operación siendo habitual que participen en la financiación (si bien financiadores

⁶ Fanner et al.

⁷ *Id.*

⁸ Pérez López et al., p. 142

externos serán habitualmente necesarios, pudiendo proceder incluso a la creación de una SPV), garantizando su implicación posterior; similarmente está (iii) el *Management Buyin* (MBI), con la diferencia que aquí un equipo de directivos independientes de la Target son los responsables de liderar la operación de compra; y finalmente (iv) las *Leveraged Employee Buyout* (LEBO), en las cuales la adquisición se ejecuta por los trabajadores de la Target⁹.

En tercer lugar, hay que tener en cuenta que en España la adquisición apalancada puede tener distinto objeto: la adquisición de la sociedad podrá darse mediante de la compra de sus acciones, de sus activos o mediante la fusión entre sociedad adquirente (o SPV) y la Target.¹⁰

1.1.3. Contrato de financiación en las LBOs

Entre las características principales de las LBOs destacan la financiación ajena y la concurrencia de pluralidad de financiadores. Tal es la importancia de estas cuestiones, que todo un régimen existe sobre las mismas, al que dedicamos el presente apartado.

Normalmente, al menos en operaciones de gran envergadura, la financiación en una LBO implica diferencias en los tramos de financiación, y consecutivamente en los vencimientos, importes, etc. Cada uno de los tramos tiene finalidades distintas, resumibles principalmente en dos: (i) financiar la adquisición, y (ii) financiar la sociedad adquirida. Resulta clave tener en cuenta estos apuntes, especialmente en cuanto a las finalidades de la financiación, pues serán fundamentales a la hora de abordar la cuestión posterior de asistencia financiera¹¹.

En todo caso, a la hora de prever esta financiación hay que estar atentos a la deuda existente de la Target, ya que contraer mayor deuda (para la ejecución de la LBO) puede afectar negativamente a la liquidez de esta y por ende a su capacidad de hacer frente al fondo de maniobra¹².

En los contratos de financiación de las LBOs pueden existir distintos financiadores. Estos a su vez pueden clasificarse piramidalmente:

- (i) En primer lugar, estaría el acreedor dicho *senior*, es decir, el financiador bancario (tradicional prestamista, banco o sindicato de bancos). Es calificado como acreedor *senior* por su condición de preferente respecto de los demás financiadores, tanto de la

⁹ Carretero Pires, A. *Operaciones de compra apalancada de empresas y la creación de valor. El impacto de la estructura financiera*. Universidad Rey Juan Carlos, Madrid, 2017, p. 66.

¹⁰ Pérez López et al., p. 148.

¹¹ Erlaiz Cotelo, I. "Financiación de las adquisiciones" en Álvarez Arjona, J.M. y Carrasco Perera, A. (dirs.), *Adquisiciones de empresas* (5ª ed.). Editorial Aranzadi, 2019, pp. 625-680. [versión en línea].

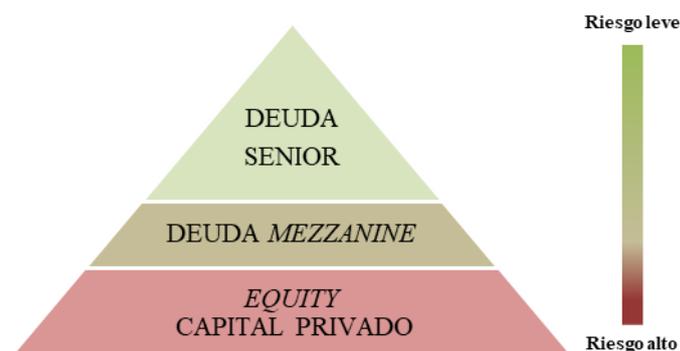
¹² Diamond, S. C. *Leveraged buyouts*. Homewood, IL: Dow Jones-Irwin, 1985.

misma operación como del resto de acreedores que aparecen en el balance de la *Target*. Se podría decir que es el representante principal de la deuda de la financiación.

- (ii) En segundo lugar, está el acreedor *mezzanine*, figura intermedia a mitad de camino entre la deuda y el *equity* de la financiación.
- (iii) En tercer lugar, el comprador de la *Target*. Este aporta los fondos necesarios a través de *equity* y no de deuda, por lo que no siendo acreedor (a diferencia de los demás financiadores) no dispone de un derecho a crédito en caso de liquidación y disolución de la sociedad, más que por el remanente -si es que existe- después de haber pagado a los demás acreedores¹³.

Los financiadores senior y *mezzanine* buscan gravar todos los activos posibles como garantía de la deuda, incluyendo los de la sociedad *target* (y *Newco*, si constituida). Realmente, los activos de mayor valor son los de la *Target*, siendo indiscutible que son los que aportan verdadera seguridad a los financiadores. Sin embargo, utilizar estos activos como garantía para financiar la adquisición de sus participaciones o acciones constituiría un supuesto de asistencia financiera prohibida por la normativa vigente, como veremos a *posteriori*. Así, en los primeros momentos de la operación, las garantías sobre dichos activos solo pueden destinarse a respaldar la deuda concedida a la propia *Target*, ya sea para su desarrollo posterior a la adquisición y/o para la refinanciación de su circulante, como para responder a su deuda operativa actual¹⁴. Es entonces habitual, al menos en el sistema español, que las obligaciones ligadas al tramo de deuda relativa a la adquisición del capital social de la *Target* no sean cubiertas por garantías otorgadas directamente por la sociedad adquirida.

Ilustración 2. Esquema piramidal de la financiación de una LBO y riesgo crediticio parejo.



Fuente: Esquema propio.

¹³ Erlaiz Cotelo.

¹⁴ *Id.*

Con todo, si bien es cierto que cada operación de compra apalancada seguirá su propia estructura de financiación, existe en Europa una alta preferencia de los inversores por la deuda senior¹⁵. Evidentemente esto viene explicado por la mayor seguridad que proporciona. Considérese además que financiar la totalidad de la operación mediante este tipo de deuda no siempre es posible, lo que obliga a recurrir a la deuda *mezzanine*. Para los financiadores de esta deuda, recuperar su inversión más tarde supone un mayor riesgo, de modo que exigen tasas de interés más elevadas para compensarlo. Este mayor coste completa la explicación de la preferencia por la deuda *senior*. En resumen, no siempre se presentará la estructura piramidal, acordándose operaciones en las que se identifique un único financiador representante de la deuda.

1.1.4. *Relevancia de las operaciones de LBO en el ámbito mercantil y financiero*

Las operaciones de compra apalancada han adquirido importancia en los ámbitos mercantil y financiero, especialmente desde la década de los años 80, influyendo en la dinámica empresarial y en la regulación tanto financiera como mercantil a nivel global.

Como veníamos diciendo con anterioridad, las LBOs facilitan la adquisición de empresas, especialmente cuando el objetivo de los compradores es minimizar la inversión de capital propio, recurriendo a altos niveles de endeudamiento. UBS publicaba en 2023 como las compras apalancadas representaron aproximadamente un 30% de los activos gestionados por los mercados privados con un valor total superior a los 3,5 billones de dólares, doblando tal volumen respecto de 2007¹⁶. Dichas cifras testifican sobre la gran evolución internacional de este sector de actividad, así como de la importancia de las operaciones apalancadas.

Gracias a este tipo de operaciones los inversores son compensados por retornos atractivos: a modo de ejemplo, la tasa interna de rentabilidad (TIR¹⁷) media de estas operaciones entre 1993 y 2003 fue del 16,2%. No obstante, el éxito de las operaciones de LBO está condicionado por factores macroeconómicos, como la disponibilidad de crédito y de la predisposición de los inversores a asumir este tipo de transacciones. En este contexto, el mercado de LBOs ha mostrado una alta sensibilidad a los ciclos económicos, experimentando caídas significativas

¹⁵ Manzano Frías, M. C. La evolución de las operaciones de *Leveraged Buy Out* y su financiación: Posibles implicaciones para la estabilidad financiera. *Revista de Estabilidad Financiera*, n. 13, 2007. p. 41.

¹⁶ Cherif, K., Zuidweg, A., y Liu, J. *Compras apalancadas: Material educativo sobre los mercados privados*. Chief Investment Office GWM, Investment Research, UBS Switzerland AG & UBS Financial Services Inc., 2023.

¹⁷ La Tasa Interna de Retorno (TIR) sirve como criterio estándar para evaluar inversiones de distintos tipos, permite comparar y clasificar proyectos en términos relativos. A mayor TIR mayor el atractivo de la operación. Fernando, J. "Internal Rate of Return (IRR): Formula and Examples", *Investopedia*, 24 de junio de 2024.

en épocas de crisis, como la crisis financiera de los *subprimes* o la del COVID-19. Estos descensos han estado motivados no solo por la dificultad de identificación de negocios suficientemente sólidos para respaldar la inversión, sino también por restricciones crediticias de las entidades financieras durante dichos periodos¹⁸.

Más recientemente, el mercado de M&A -incluyendo el de LBOs- ha enfrentado nuevos desafíos derivados de la inestabilidad geopolítica, el aumento de las tasas de interés y las dificultades en la cadena de suministro, factores que han impactado la disponibilidad de capital para este tipo de operaciones. En particular, la creciente dificultad de los fondos de *private equity* para levantar capital ha reducido el número de grandes transacciones, afectando especialmente a las operaciones de más de 1.000 millones de euros, lo cual ha sido determinante en la caída global del volumen de transacciones. Como resultado, el mercado mundial de M&A sufrió una contracción del 43% en 2022, seguida de una caída adicional del 24% hasta octubre de 2023¹⁹.

No obstante, el mercado ha demostrado cierta capacidad de recuperación en distintos momentos. Tras la crisis del COVID-19, las fusiones y adquisiciones experimentaron un auge en 2021, alcanzando altos volúmenes de transacciones a nivel global. Sin embargo, los conflictos posteriores como la guerra en Ucrania y la crisis en Israel y la subida de los tipos de interés ha ralentizado esta recuperación²⁰.

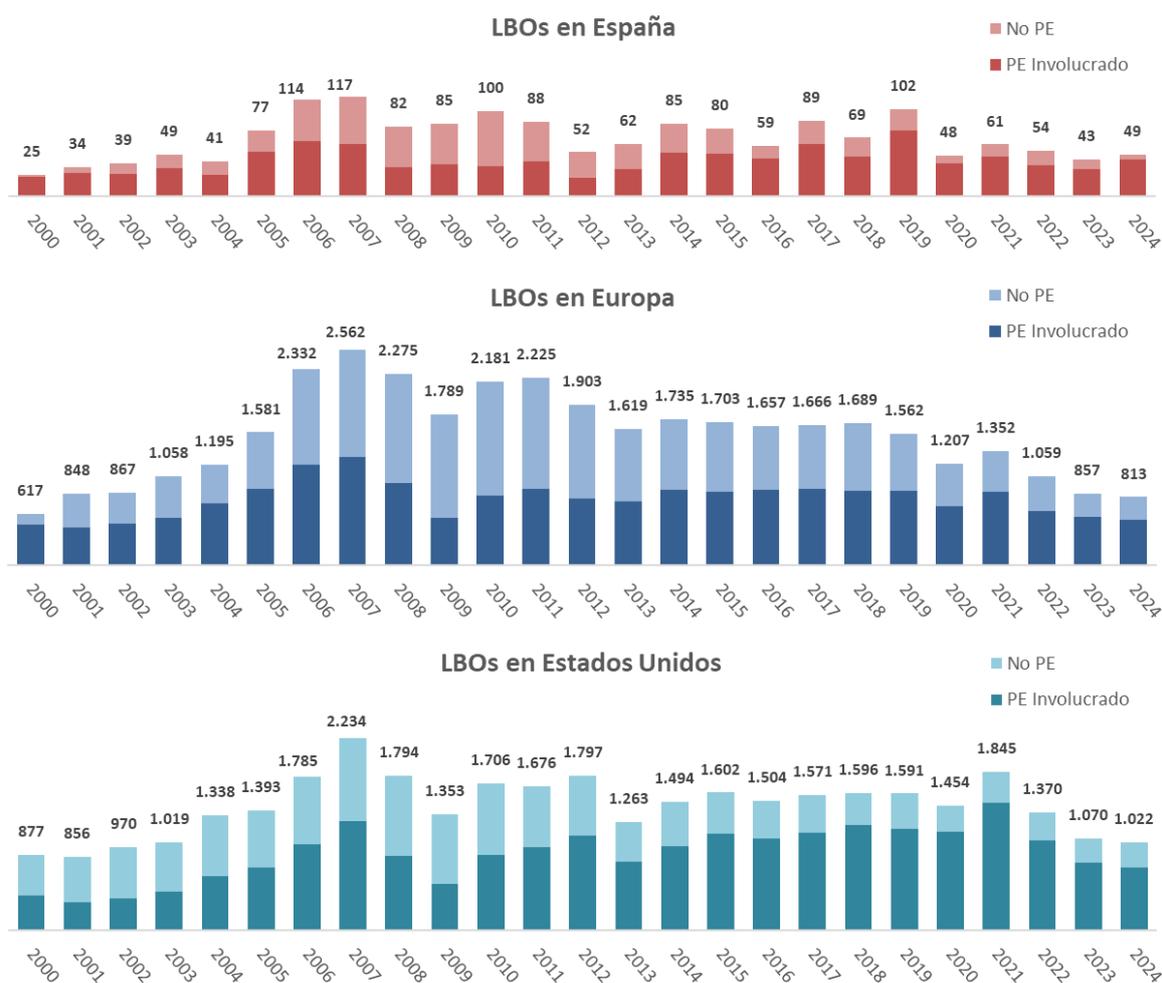
Gráficamente, observamos los momentos de mayor dificultad económica. A nivel global, podemos observar cómo hubo un auge del mercado de las LBOs a principios de los 2000, hasta la crisis de 2007. En los tres casos, se observa una recuperación más bien lenta, nunca más alcanzando los niveles anteriores a la crisis. Por su parte, 2020 marca otro descenso importante, evidenciando así la segunda gran dificultad que ha sufrido la economía a nivel global por el Covid-19. Desde entonces, y a pesar de una caída en el volumen de transacciones, las LBOs siguen siendo numerosas. Resulta alentador además el aumento de volumen en España en el último año, a diferencia de las bajadas globales en el resto de Europa y en Estados Unidos.

¹⁸ Pérez López, A. et al., p. 139.

¹⁹ López de Alcázar, J., “El mercado de Fusiones y Adquisiciones en España. Evolución y perspectivas para el 2024”, *EY España*, 2 de enero de 2024.

²⁰ EY, “Cómo evolucionó el mercado de M&A tras la pandemia tanto a nivel global como en América Latina”, Comunicado de prensa, Buenos Aires, 2 de julio de 2024.

Ilustración 3. Evolución en el número de compras apalancadas (2000-2024)



Fuente: Análisis y elaboración propios sobre la base de información obtenida a través de un screening en Capital IQ.

Nota. PE se refiere a *Private Equity*.

Las LBO han impulsado el desarrollo de los mercados de deuda, especialmente de instrumentos como préstamos sindicados y *high-yield bonds* (bonos de alto rendimiento). Actualmente el mercado de préstamos sindicados supone un entorno favorable para la deuda de las adquisiciones apalancadas, representando el 44% de la base de préstamos institucionales, según reporta JP Morgan.²¹

Sin embargo, estas transacciones no están libres de desventajas. A nivel financiero, el fuerte apalancamiento puede tener graves implicaciones en caso de que el pago de las obligaciones contraídas se vea comprometido, aumentando el riesgo de quiebra o insolvencia²². Puesto que el coste de adquisición de la *Target* recae sobre ella misma, su estructura de financiación queda

²¹ Carr, E. (2023). The new LBO market: It's gone private. *Financial Times*.

²² Manzano Frías.

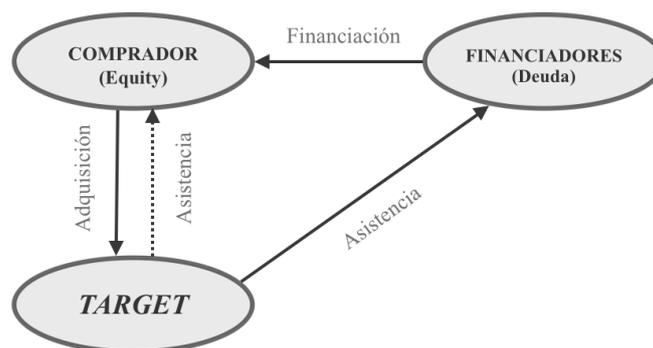
considerablemente alterada: el capital propio de la sociedad adquirida se sustituye por endeudamiento contraído precisamente para su adquisición²³. La dependencia del apalancamiento conlleva consecuentemente preocupaciones a nivel regulatorio en relación con la estabilidad del sistema financiero y en especial respecto de la protección de los intereses de terceros. Entre los intereses a proteger, destacan especialmente: el de los acreedores (que, aunque cuentan con ciertas garantías, no siempre tienen asegurado el cobro de sus deudas) y de los socios (especialmente los minoritarios, que pueden verse arrastrados por las decisiones de los mayoritarios debido a su limitada capacidad de influencia).

En este contexto, la regulación de la asistencia financiera es crucial. Por ello, dedicaremos este trabajo al estudio detallado de las implicaciones del régimen de asistencia financiera en el marco de las LBOs.

1.1.5. Incidencia de la regulación de la asistencia financiera en las LBOs

Estructuralmente, la asistencia financiera suele presentarse como una operación triangular que implica tres negocios distintos. Por una parte, existen dos negocios principales: el de adquisición de la *Target* (entre el tercero asistido y los socios y/o la sociedad) y de financiación (entre el comprador y los financiadores); y por otra un negocio accesorio, de asistencia financiera (entre la sociedad *target* y el tercero asistido, destinada a los financiadores de deuda).

Ilustración 4. Esquema de la operación triangular



Fuente: Esquema propio.

En función del marco normativo aplicable a una operación de LBO, estos tres negocios pueden estar sujetos a niveles regulatorios diversos. Determinadas jurisdicciones imponen restricciones concretas sobre la propia estructura de la compraventa de la sociedad (i.e. de la adquisición de

²³ Alfaro, 2021.

acciones o participaciones). Simultáneamente, pueden existir limitaciones en la obtención y estructuración de la financiación, por ejemplo, en el uso de los activos de la sociedad objetivo como garantía o incluso fuente de pago. En este contexto, los operadores de las LBOs tienen la labor de prever y adaptarse a las distintas regulaciones aplicables, pues en función de la jurisdicción, podrán incurrir en incumplimientos legales que pongan en peligro o comprometan la viabilidad de la transacción.

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

1.2. Objetivo del TFG

De manera esquemática, se abordarán las siguientes preguntas clave, fundamentales para comprender el alcance y las implicaciones de la prohibición de la asistencia financiera en el marco de las LBOs: ¿Por qué se prohíbe la asistencia financiera en España? ¿Qué implicaciones tiene esta prohibición en la estructura de las LBOs? ¿Cómo se regula en otros países y cuáles son sus efectos? ¿Cuáles son las implicaciones de la prohibición en España respecto del resto de países y sistemas regulatorios?

1.3. Metodología y delimitación del análisis

El presente trabajo se basa en un análisis jurídico, doctrinal y de derecho comparado. El análisis se centrará en Derecho español, complementado con un enfoque comparado para contextualizar su marco regulatorio. Los ordenamientos permitirán contrastar distintos modelos de regulación y entender mejor las implicaciones de la prohibición en España frente a otros sistemas.

2. ANÁLISIS DEL MARCO NORMATIVO EN ESPAÑA

2.1. La asistencia financiera en derecho español

2.1.1. *Concepto de asistencia financiera*

El legislador español no presenta una definición precisa de lo que se entiende por “asistencia financiera”. Ante la inseguridad jurídica genera, la doctrina intenta completar dicha definición acudiendo a conceptos que engloben la idea perseguida. Muy a su pesar, resulta complicado dar una explicación clara y completa de la expresión de asistencia financiera.

En términos generales entendemos por “asistencia financiera” cualquier tipo de ayuda otorgada por una sociedad para facilitar la adquisición a un tercero de sus propias acciones o participaciones sociales, o las de su sociedad dominante o del grupo²⁴. De esta manera, existirá asistencia cuando la sociedad adquirida o *Target* asume una carga, real o potencial, para su propia adquisición²⁵ (bastando con un simple compromiso).

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

2.1.2. *Artículo 143 y 150 de la Ley de Sociedades de Capital*

En España, la prohibición de asistencia financiera viene establecida por la Ley de Sociedades de Capital aprobada por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio (“LSC”), artículos 143 y 150, en función del régimen aplicable a las sociedades de responsabilidad limitada y anónimas, respectivamente.

En su origen, la prohibición trae causa del artículo 81 de la Ley 19/1989, de 25 de julio de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la Comunidad Económica Europea (CEE) en materia de Sociedades, la cual se mantuvo en el artículo 81.1 del

²⁴ Torres Morales, E. “La prohibición de asistencia financiera en las sociedades de capital. Una interpretación flexibilizadora”, *El notario del siglo XXI: revista del Colegio Notarial de Madrid*, n. 112, 2023, pp. 42-47. [versión en línea].

²⁵ Paz-Ares, C. y Perdices Huetos, A. “Los negocios sobre las propias acciones (art. 74-89 de la Ley de Sociedades Anónimas)” en Uría, R., Menéndez, A. y Olivencia, M. (dirs.) *Comentarios al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Civitas, tomo IV, vol. 2ºB, 2003, pp. 401-494. [versión en línea].

Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas y se encuentra actualmente en el art. 150 LSC.

En paralelo, y con régimen considerablemente más estricto (ausencia de excepciones a la prohibición) el régimen aplicable a las sociedades de responsabilidad limitada proviene del artículo 40.5 de la Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada, la cual, salvo por unas breves modificaciones se ha preservado a través del art. 143.2 LSC.

2.2. Elementos determinantes de la asistencia

Para apreciar la existencia de asistencia financiera prohibida se debe identificar tres elementos dentro de la operación: (i) el elemento objetivo, i.e. el negocio de asistencia financiera, (ii) el subjetivo, i.e. un nexo causal entre el negocio de asistencia financiera y el de adquisición, (iii) y el temporal.

2.2.1. Elemento objetivo

Aunque típicamente los autores se refieren a la operación de asistencia financiera para aludir al elemento objetivo de la prohibición de asistencia, encuadramos igualmente aquí el negocio de adquisición.

a. Operación de asistencia

Si bien la redacción de los artículos 150 y 143 LSC difieren en su contenido es común a ambos el supuesto prohibido, quedando prohibido anticipar fondos, conceder préstamos, prestar garantías o facilitar asistencia financiera en general.

i. Anticipo de fondos

La doctrina española no ha llegado a un consenso sobre el significado jurídico de “anticipos de fondos”, dificultando el conocimiento de su contenido.

Están aquellos que, siguiendo la doctrina italiana, sostienen su configuración como un contrato bancario con misma terminología. En este sentido, a través de un contrato de préstamo o de crédito, por ejemplo, la sociedad *Target* pondría a disposición del adquirente el dinero requerido antes de la adquisición de esta.

Siguiendo el modelo alemán, otro sector de la doctrina interpreta en el sentido de cumplir con una deuda antes de su vencimiento²⁶, es decir que la *Target* pagaría anticipadamente cualquier deuda que tuviese con la adquirente, proporcionándole así la liquidez necesaria para llevar a cabo la operación²⁷.

Finalmente, determinados autores plantean la consideración de un tercer escenario, entendiendo por “anticipar fondos” la transmisión de fondos de la *Target* a terceros en un sentido amplio. Esta interpretación abarcaría cualquier negocio de entrega de fondos sin importar el negocio causal al que esté ligado el anticipo, incluyendo por tanto cualquier liberalidad, clasificando supuestos varios en esta previsión y no en la genérica que más adelante estudiamos (la importancia radicaría en la concesión al tercero de una capacidad económica que de otro modo no tendría). No obstante, considerarlo así desvirtuaría el supuesto, ya que “anticipar” presupone esencialmente un adelantamiento en un pago, así como un negocio causal que lo justifique²⁸.

Esta tercera interpretación presentaría una manera de cubrir lagunas legales de manera que se abarquen todos los supuestos posibles, con los ventajas e inconvenientes que ello conlleva, pues si bien se proporciona una mayor seguridad jurídica, las sociedades quedan mayormente restringidas en cuanto a su libertad o autonomía contractual.

ii. Concesión de préstamos

Una primera aproximación de los negocios o actos que pueden considerarse concesión de préstamos estaría abarcado por la definición dada en el artículo 1740 Código Civil, el cual dispone que se considerará contrato de préstamo aquel por el que una parte entrega un bien a otra, para que lo use durante un tiempo determinado, obligándose a devolverlo pasado el tiempo pactado.

En paralelo, existe una interpretación más extensa que contempla cualquier negocio jurídico mediante el cual la sociedad *target* facilita fondos a un tercero adquirente con la condición de ser restituidos en un futuro. De esta manera, se estarían abarcando cualquier forma de crédito o préstamo, y no solo en su sentido estricto.

²⁶ Carrasco Perera, A., Erlaiz Cotelo, I., y Rentería Tazo, A. “La adquisición con asistencia financiera” en Álvarez Arjona, J.M. y Carrasco Perera, A. (dirs.), *Adquisiciones de empresas* (5ª ed.). Editorial Aranzadi, 2019, pp. 591-624. [versión en línea].

²⁷ Bayón, P. S., y Benazerraf, A. P. “Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas”, *Aranzadi Civil-Mercantil. Revista Doctrinal*, vol. 3, n. 2, 2013.

²⁸ Bayona Giménez, R. (2002). *La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Aranzadi, 2002, p. 274.

La existencia de distintas interpretaciones y la falta de una definición concreta de “concesión de préstamos” lleva aparejadas determinadas ventajas e inconvenientes. Mientras que una interpretación amplia de su significado abarcaría cualquier tipo de operación de préstamo en sentido amplio (protegiendo mayormente a la *Target*) puede observarse también una mayor restricción en la libertad de obrar de las sociedades intervinientes. Por otro lado, limitar dicho concepto a la definición del Código Civil implica una mayor seguridad jurídica, pues no cabría dudas sobre qué operaciones pueden incurrir en las consecuencias de la prohibición de asistencia. Si bien esto representa una ventaja para los adquirentes, podría argumentarse lo contrario para la sociedad objetivo, pues al prestar este tipo de asistencia, estaría comprometiendo su patrimonio y la posición financiera de sus acreedores.

En todo caso, este debate resulta un tanto redundante, por cuanto todos aquellos supuestos que no abarque el supuesto concreto de “concesión de préstamos” quedarán englobados en la cláusula de cierre final.

iii. Prestación de garantías

Las garantías consideradas como asistencia financiera prohibida son todas aquellas que la *Target* puede prestar para garantizar el pago de las deudas en que la sociedad adquirente hubiese incurrido para la adquisición de la *Target*.

En los mismos términos que los supuestos anteriores, la doctrina se divide en cuanto a su alcance. Parte del sector²⁹ considera encuadrables en este supuesto tanto las garantías en sentido estricto (garantías reales o personales, como fianzas, avales, prendas o hipotecas) como todos aquellos negocios jurídicos que presenten resultados similares en función de su finalidad económica³⁰, es decir, que tengan la misma finalidad de garantía (por ejemplo, las letras de favor, seguros de caución, mandato de crédito, i.e. garantías atípicas³¹). Mientras tanto, otro sector de la doctrina aboga por no ampliar la interpretación de las garantías a negocios de distinta naturaleza a pesar de causar efectos similares. Dichos negocios no estarían prohibidos por este supuesto, si bien tampoco quedan permitidos, al poder encuadrarse en el supuesto general³².

²⁹ Entre los que Paz-Ares, Moralejo Menéndez o Vázquez Cueto.

³⁰ Vaquerizo Alonso, A. (2003). *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias* (1ª ed.). Editorial Civitas. Capítulo Segundo. [versión en línea].

³¹ Torres Morales.

³² Bayona Giménez, p. 280.

Para el cumplimiento del supuesto de hecho normativo, no es exigible que la garantía tenga relación directa con el crédito utilizado para adquirir los títulos de la *Target*. Así, basta con que la garantía respalde cualquier obligación del tercero adquirente, siempre que haya sido otorgada como contrapartida para obtener el compromiso de facilitar los fondos necesario para el pago de las acciones o participaciones de la sociedad objetivo. De lo contrario, resultaría sencillo eludir la norma mediante una desvinculación formal de la garantía respecto a la financiación principal de la adquisición de la *Target*³³.

iv. Cláusula de cierre

Los artículos 143.2 y 150.1 LSC prevén una cláusula de cierre de las conductas de asistencia financiera prohibidas. La amplitud en su redacción permite incluir dentro de la misma cualquier operación que pueda conllevar una responsabilidad patrimonial -ya sea potencial o real- para la sociedad *target* como consecuencia de la deuda contraída para la adquisición³⁴. Otramente dicho, existe asistencia financiera prohibida cuando la sociedad objetivo ayuda con su patrimonio a su propia adquisición independientemente del tipo de contrato u operación en que se materialice la ayuda otorgada³⁵.

El concepto de la ayuda recibida puede materializarse en muy distintos supuestos. Esta expresión engloba, no solo la transmisión efectiva de bienes o fondos de la sociedad al tercero adquirente, sino también cualquier puesta a disposición de estos fondos a través de la constitución de garantías o su utilización para facilitar la ayuda económica. En términos generales, significa cualquier prestación de la *Target* de dar, hacer o no hacer, que conlleve como resultado necesario la recepción de la base económica necesario por el comprador para la adquisición de las acciones o participaciones sociales de la *Target*. En todo caso, la ayuda tiene que ser esencial para la adquisición, es un acto necesario para la misma, y no mera cooperación³⁶.

En este marco, los supuestos mencionados con anterioridad no son más que algunos ejemplos a incluir dentro de este supuesto general. El objetivo de este no es otro que evitar que se interprete la prohibición como un *numerus clausus* de actos o negocios, fuera de las cuales se pudiese llevar a cabo la asistencia para facilitar al tercero los fondos necesarios para la adquisición de la sociedad asistente. Gracias a la amplitud del precepto se evita tener que

³³ Vaquerizo Alonso. Capítulo Segundo.

³⁴ Torres Morales.

³⁵ Carrasco Perera et al.

³⁶ Bayona Giménez, p. 286.

demostrar la existencia de fraude de ley para poder alegar la prohibición de asistencia financiera³⁷.

Parece que esta cláusula hace emerger un debate en cuanto a la seguridad jurídica que aporta la misma. Como veníamos diciendo en el análisis de las conductas anteriores, existe un dialogo entre la protección patrimonial de la sociedad *target* y de sus socios y acreedores y la libertad contractual de las partes a la hora de diseñar estas operaciones. Por una parte, una interpretación estricta de los supuestos contenidos en la prohibición permite evitar abusos de derecho. Por otra, ampliar el sentido de la norma puede causar limitaciones a la autonomía de las partes en la negociación.

b. Adquisición de acciones o participaciones

Dentro del supuesto de la prohibición, la adquisición de acciones o participaciones es la operación que se busca facilitar financieramente, pero no la operación prohibida. El elemento determinante de la infracción estudiada no es este negocio, sino, la finalidad de la asistencia financiera. Jurídicamente, la adquisición es un elemento instrumental y secundario dentro del esquema de asistencia financiera, de modo que la ejecución efectiva no representa más que un factor incidental. Otramente dicho, no resulta necesario que se materialice la adquisición para estar en el supuesto de la prohibición³⁸. Por el contrario, pese a su carácter secundario, entender su alcance y significado permite conocer mejor el carácter de la norma.

i. Alcance de la prohibición

Una de las diferencias principales del régimen de la prohibición para sociedades de responsabilidad limitada (art 143.2 LSC) o anónima (art. 150 LSC) radica en el alcance de la prohibición. Mientras que ninguna de las sociedades -en cuanto *Targets*- puede asistir para la adquisición de sus propias acciones o participaciones, la regulación varía respecto de la prohibición de asistencia para la adquisición de otras sociedades.

En las sociedades anónimas, la prohibición se extiende a la asistencia financiera para la adquisición de acciones de la sociedad dominante, mientras que, para las sociedades limitadas, la prohibición alcanza igualmente a las “participaciones creadas o las acciones emitidas por una sociedad del grupo al que la sociedad pertenezca”. Se perciben así los primeros atisbos de un régimen más estricto para las sociedades limitadas, con una prohibición tanto a nivel vertical

³⁷ De Vivero de Porras, C. “La prohibición de asistencia financiera en las sociedades de capital: su incumplimiento a la luz de la actual jurisprudencia en España”, *Derecho & Sociedad*, n. 63, 2024, p. 262.

³⁸ Vaquerizo Alonso. Capítulo Segundo.

(ascendente y descendente, es decir respecto de su matriz, filiales o sociedades dependientes) como horizontal (i.e. respecto de sociedades hermanas). Por el contrario, las sociedades anónimas quedan restringidas únicamente a nivel vertical ascendente, es decir respecto de su sociedad dominante³⁹.

ii. Acciones y derechos distintos de las acciones

La prohibición no es de aplicación cuando la asistencia financiera se encuadra dentro de una operación societaria. Estas operaciones cuentan con régimen legal específico que garantiza el control y protección de los intereses en juego, siendo innecesario acudir a la prohibición de asistencia financiera para ello⁴⁰.

De este modo, existen diferencias entre la “gestión ordinaria de la empresa” y las “operaciones societarias”. El primer supuesto comprende todos aquellos actos regulados por ley vinculados a la gestión del contrato social, es decir los relativos a la configuración y estructura de la sociedad, con régimen de validez específico. Ejemplos de ello son operaciones tales como aumentos y reducciones de capital, fusiones, escisiones o distribución de resultados. El segundo supuesto engloba las decisiones ordinarias de la empresa que dependen directamente de los administradores (y por ende de su discrecionalidad) y que consecuentemente pueden no estar sujetas a un control formal riguroso. Esta categoría de actos alcanza a la concesión o contratación de préstamos, por ejemplo, y es respecto de esta sobre la que recae la prohibición de asistencia financiera⁴¹.

Mediante auto de 9 de enero de 2007, la Audiencia Provincial de Madrid abordó la cuestión de la aplicación de la prohibición a la operación de compra apalancada seguida de fusión tras la OPA de Gas Natural sobre Endesa⁴². En este, el tribunal dejó clara la interpretación estricta de la prohibición, no pudiendo aplicarla al caso de fusión por contar esta con garantías específicas para salvaguardar a los acreedores y socios minoritarios (FJ. 6).

Por otro lado, la prohibición de asistencia no abarca los supuestos de adquisición de otros derechos societarios distintos de las acciones, como por ejemplo bonos, obligaciones, etc. Si bien está es la norma general, la cuestión de la adquisición de *warrants*, opciones,

³⁹ Para simplificar, la mención a adquisición de las acciones o participaciones la sociedad *target* incluye la adquisición de acciones o participaciones de la sociedad dominante o de cualquiera de las sociedades del grupo, según corresponda.

⁴⁰ Carrasco Perera et al.

⁴¹ Paz-Ares y Perdices Huetos.

⁴² Auto de la Audiencia Provincial de Madrid núm. 1003/2007, de 9 de enero.

obligaciones convertibles en acciones, derechos de suscripción preferente, etc. ha sido discutida por la doctrina en numerosas ocasiones⁴³. Las opiniones al respecto son más bien pacíficas: hasta que no se ejecute la conversión de estos derechos, no se estará ante un hecho prohibido por ley. Cuando la finalidad de la operación de conversión no es la facilitación de fondos a terceros para la adquisición de las acciones de la sociedad asistente, no se incurre en un ilícito, por lo que la norma no puede ser de aplicación. La cuestión requiere por tanto una atención específica, pues puede ocurrir que las partes de la transacción traten de eludir a la normativa con la adquisición de estos derechos, que luego ejecutarán para obtener las acciones que corresponden.

2.2.2. *Elemento temporal*

Entre las operaciones de adquisición de acciones o participaciones y el de asistencia financiera tiene que existir necesariamente una conexión temporal, pues de no concurrir esta, no podría apreciarse el supuesto prohibido por ley, pues parecería improbable que la asistencia se haya dado para adquirir las acciones.

La sucesión en el tiempo de estos negocios no dispone de un orden de prelación establecido entre ambos, es decir la adquisición puede ocurrir antes o después de la asistencia, siendo la secuencia irrelevante para apreciar la interdicción. En este caso, lo definitorio será la voluntad de las partes y el nexo causal entre ambos negocios (elemento subjetivo de la asistencia).

Por otro lado, puede ocurrir: (i) que ambos negocios se den simultáneamente o en un marco de tiempo considerablemente cercano (hablaríamos de asistencia financiera “originaria”), (ii) o incluso que la relación temporal entre los dos quede diluida (hablaríamos en este caso de asistencia “sobrevvenida”)⁴⁴.

Así las cosas, no cabe duda de que estamos frente a un supuesto tipificado por la norma cuando (i) se cumplen los requisitos objetivos -que acabamos de estudiar- (ii) y subjetivos -intencionalidad y nexo causal-, (iii) y se aprecia cercanía temporal entre la adquisición y la asistencia financiera. De otro modo, de cumplirse los requisitos objetivos y de temporalidad, las partes de la transacción tienen que poder demostrar que no hay intencionalidad ni causalidad para eludir el supuesto prohibido.

Se plantean mayores dudas cuando estamos frente al supuesto de auxilio financiero sobrevenido. Parece que la distancia temporal entre los dos negocios podría utilizarse para

⁴³ Entre otros autores, Perdices Huetos, Paz-Ares, Vaquerizo, Fernández de la Gándara, etc.

⁴⁴ De Vivero de Porras, p. 263.

evadir la aplicación de la norma y así manipular su contenido (y esto, aun cuando se aprecie la existencia del nexo causal). La ley no menciona qué tiempo se considera apropiado para considerar que existe o no asistencia prohibida, dejando en manos de los tribunales la determinación al caso por caso.

Si bien el artículo 42 del Real Decreto-ley de Modificaciones Estructurales⁴⁵ (“RDLME”) dispone una duración de tres años a partir de los cuales no se considera asistencia financiera prohibida para el caso de las fusiones apalancadas, esta temporalidad no resulta de aplicación por norma general para el resto de supuestos. En este contexto, la Audiencia Provincial de Asturias, en su sentencia de 29 de julio de 2016, reafirma que el tiempo transcurrido entre la adquisición de acciones y la constitución de una garantía hipotecaria no es de por sí un factor determinante para excluir la existencia de asistencia financiera. Para el caso concreto, el tribunal rechaza que el elemento intencional se haya diluido tras haber pasado cinco años entre la adquisición de las acciones y la prestación de la garantía, ya que la finalidad consta expresamente en el documento de constitución de la garantía⁴⁶.

2.2.3. *Elemento subjetivo*

El elemento subjetivo es tan determinante en el régimen de prohibición de asistencia financiera, que, de no apreciarse, no existe la prohibición de asistencia. La prohibición exige que el acto de asistencia tenga como motivo común y determinante la facilitación de las acciones de la misma sociedad asistente o de la dominante o del grupo según proceda. La intención de facilitar se presenta como el propósito esencial de la operación, en otras palabras, la intencionalidad da sentido al negocio de adquisición.

En consecuencia, la ausencia de intencionalidad permite admitir la validez de los negocios de asistencia financiera cuando su propósito inmediato difiere del de facilitar al beneficiario el acceso al capital de la sociedad asistente o *Target* relacionada con la misma. Asimismo, incluso si dicho acceso se produce como resultado final, la operación podría seguir siendo válida siempre que no genere las consecuencias patrimoniales o administrativas que se buscan prevenir con la norma⁴⁷.

⁴⁵ Es decir, el Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio.

⁴⁶ Sentencia de la Audiencia Provincial de Asturias núm. 242/2016, de 29 de julio.

⁴⁷ Fernández de la Gándara, “Transmisión, derechos y negocios sobre las acciones” en Derecho de sociedades, Editorial Tirant lo Blanch, Valencia, 2010. [versión en línea].

Cuando hablamos del elemento subjetivo de la prohibición nos referimos al nexo causal (en su vertiente subjetiva)⁴⁸ existente entre las operaciones de asistencia y adquisición. Este nexo se traduce en un acto de voluntad conocido por ambas partes, a través del cual se forma el vínculo entre las operaciones. Si la sociedad asistente concede asistencia financiera sin saber a ciencia cierta que esta será utilizada para la adquisición de las acciones o participaciones de la *Target* (suyas o de su dominante o del grupo), o tenga una sospecha, pero no un conocimiento cierto, el negocio será perfectamente válido. El dolo eventual no convierte una ayuda en prohibida, de manera que solo puede demostrarse la existencia del dolo directo⁴⁹.

Esto ha sido puesto de manifiesto en múltiples ocasiones por los tribunales españoles. Recientemente la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo juzgó improcedente declarar la nulidad de una hipoteca constituida en el marco de una asistencia financiera prohibida si la entidad financiera desconocía el propósito ilícito del contrato⁵⁰.

La prueba del elemento intencional o volitivo de la prohibición lleva aparejada problemas considerables. Para ello, la doctrina trata de recurrir a pruebas objetivas para su apreciación. Entre otros, destacarían:

- (i) la frecuencia con la que la sociedad otorga financiación a terceros,
- (ii) la magnitud de los cambios en el accionariado tras la asistencia,
- (iii) el importe de la financiación en relación con la adquisición, o
- (iv) la proximidad temporal entre la financiación y la compra de acciones.

El elemento intencional se concreta en la ley con la expresión “para la adquisición de sus propias [*acciones o participaciones*, según proceda] [...]” (art. 143.2 y 150.1 LSC). El uso por el legislador español de la preposición “para” da una naturaleza causal a la prohibición: la norma sugiere que la prohibición se basa en una causa general, sin ser determinante la intención específica de las partes en cada caso⁵¹.

Siguiendo la opinión de parte de la doctrina, podríamos argumentar que la presente formulación comprende el riesgo de considerar ampliamente la ilicitud de la causa de asistencia que se preste. Esta interpretación podría generar inquietud en aquellos casos en los que la causa de la

⁴⁸ Jiménez López, L. y Daza González, P. “La fusión apalancada como negocio que purga la prohibición de asistencia financiera”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n. 62, octubre 2023, p. 40.

⁴⁹ Perdices Huetos, A. “Asistencia financiera y compra de empresa” en Sebastián Quetglas, R. (dir.) y Jordano Luna, M. (coord.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2.ª ed., Wolters Kluwer, Madrid, 2019, p. 323.

⁵⁰ Sentencia de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo núm. 190/2025, de 6 de febrero. (FJ 3.3)

⁵¹ De Vivero de Porras, p. 262.

asistencia no esté claramente definida y la realidad de la operación resulte ambigua. La falta de una delimitación precisa podría comprometer la seguridad jurídica de las partes de la transacción, ya que, al ampliar excesivamente el margen de ilicitud, se corre el riesgo de que la asistencia financiera sea considerada ilícita por defecto, estableciéndose una presunción de ilicitud. Esto dificultaría la previsibilidad de las consecuencias legales y podría desincentivar operaciones legítimas que no deberían estar comprendidas dentro de la prohibición.

2.3. Razones y objetivos detrás de la prohibición en España

La prohibición de asistencia financiera está pensada para proteger unos determinados intereses estructurales de las sociedades e indirectamente de acreedores y socios, cuya vulneración afectaría gravemente a estas últimas.

2.3.1. Protección financiera o patrimonial (del capital social)

Con la prohibición de asistencia financiera el legislador busca evitar que la sociedad ponga en juego sus recursos en beneficio de terceros sin que ello esté justificado económicamente como es debido.

La prohibición busca evitar que la sociedad asistente incurra en una situación de insolvencia como consecuencia de haber garantizado, con sus propios activos o mediante la aportación directa de fondos, la financiación destinada a la adquisición de sus acciones o participaciones (o de la *Target*, si no es la misma). La finalidad última es salvaguardar los principios de realidad e integridad del capital social y prevenir el llamado “aguamiento del capital”⁵², es decir, el riesgo de perjudicar a los acreedores. Estos verían su posición crediticia mermada si los recursos de la sociedad se utilizaran para asumir o garantizar deudas ajenas, sin un beneficio económica real, con el único fin de facilitar la adquisición de su capital por parte de terceros.

Con todo, la norma pretende evitar que los fondos se utilicen para una finalidad desligada del objeto social (Sentencia del Supremo 472/2010⁵³), lo que a la larga podría suponer problemas de viabilidad de la *Target*. El objetivo por tanto es mantener la estabilidad financiera de la sociedad asistente.

⁵² Serrano Acitores, A., “La financiación de los LBOs”, en Alonso Ureba, A. y Guerra Martín, G. (pról.), «*Leveraged buyouts*»: el sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo, 1.ª ed., Editorial Aranzadi, 2013. [versión en línea].

⁵³ Sentencia de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo núm. 472/2010, de 20 de julio. (FJ 8).

2.3.2. *Protección corporativa u organizativa*

La protección corporativa entraña la garantía del principio de integridad de capital y de igualdad de trato entre los socios de la sociedad asistente (art. 97 LSC), evitando posibles abusos de poder de sus administradores.

Por un lado, el principio de paridad de trato significa salvaguardar los intereses de todos los socios de la sociedad de manera que no se permiten conductas arbitrarias a favor de unos y en detrimento de otros. Particularmente, por la posición más débil de los socios minoritario, se busca evitar que estos sean “expropiados” cuando un tercero -generalmente el socio mayoritario o alguien vinculado a él- adquiere acciones/participaciones de la *Target* a un precio inferior a su valor razonable, aprovechando que la diferencia se cubre con el patrimonio social⁵⁴.

Por otro lado, los administradores de la sociedad asistente no pueden abusar de sus derechos políticos para conceder o garantizar los fondos para la adquisición de la sociedad por un tercero. En caso contrario, se incurriría en un conflicto de intereses entre socios y administradores, puesto que estos últimos estarían manipulando la composición de capital social en detrimento de unos socios que no estén de acuerdo con prestación de asistencia financiera.

Además, se busca evitar no solo la materialización de esta situación, sino que, de darse estas circunstancias en la ejecución de la adquisición, se impida que el administrador aproveche de la nueva configuración social para hacerse con el control indirecto de la sociedad, de manera que manipule a los nuevos socios (i.e. al tercero asistido), puesto que estos dependen de la asistencia concedida para el mantenimiento de su condición de socio⁵⁵.

Por ende, esta protección es clave para el mantenimiento del equilibrio de las estructuras de decisión.

2.3.3. *Protección bursátil*

Para el caso de las sociedades cotizadas, la prohibición también busca evitar operaciones especulativas, impidiendo que se utilice la asistencia financiera para comprar acciones con el objetivo de aumentar artificialmente su valor en bolsa. Otramente dicho, el legislador impide que la asistencia se utilice como método para crear una demanda ficticia de las acciones de la sociedad en el mercado. De este modo, puede llegar a funcionar como una medida de protección

⁵⁴ Alfaro, J. “Lecciones: Asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones propias”, *Almacén de Derecho*, 13 de enero de 2017.

⁵⁵ Serrano Acitores.

frente a conductas anti-OPA⁵⁶, que en cualquier caso protege la confianza que los inversores tienen en la cotización bursátil, de manera que no se manipule el equilibrio real entre la oferta y la demanda de acciones en el mercado.

2.4. Excepciones a la prohibición

Cuando hablamos de excepciones a la prohibición de asistencia financiera hablamos de supuestos de auxilio expresamente permitidos por la norma. Estos supuestos pueden clasificarse de manera que unos serían excepciones “directas” a la norma frente a las excepciones “indirectas”.

2.4.1. Excepciones “directas”

Aunque el régimen general es prácticamente idéntico para sociedades anónimas y limitadas, los supuestos de excepción marcan una brecha considerable entre ambos regímenes. Las excepciones directas solo están previstas para las sociedades anónimas (artículo 150 LSC). Mientras que esto resulta lógico para la excepción de operaciones bancarias ordinarias, por cuando esta se aplica a bancos y entidades de crédito que necesariamente tendrán que adoptar el tipo social de las anónimas, cuesta comprender por qué no se contempló la excepción de asistencia al personal de la empresa en ambos casos⁵⁷.

a. Asistencia al personal de la empresa

El artículo 150.2 LSC permite facilitar al personal de la empresa la adquisición de las acciones de la propia sociedad asistente o de las acciones o participaciones de cualquier otra sociedad que forme parte del grupo. Este supuesto es entendido por la doctrina como una concreción del artículo 129.2 de la Constitución española (“CE”) -base de este régimen- por cuando se dispone el deber de los poderes públicos de impulsar la participación de los trabajadores en las empresas, así como facilitar el acceso de estos a la propiedad de los medios de producción.

Las primeras observaciones giran en torno a las acciones y participaciones sobre las que puede recaer la adquisición para la que se permite la asistencia. Como ya comentábamos al inicio de nuestro estudio, destaca la amplitud del margen de actuación de las sociedades anónimas, a las

⁵⁶ Bolívar Tejedo, M. y Rocabert Cruz, M. “Asistencia financiera: estado de la cuestión, breve análisis del derecho comparado y tratamiento en grupos internacionales de sociedades”, en Ortega Burgos, E. y Pastor Ruiz, F. (dirs.), *Derecho Mercantil 2023*, Editorial Tirant lo Blanch, Valencia, 2023. [versión en línea].

⁵⁷ Serrano Acitores.

que la ley permite prestar ayuda no solo para adquirir sus propias acciones, sino también las acciones/participaciones de otras sociedades del grupo.

Por otro lado, delimitar el concepto de personal asistido ha planteado números pronunciamientos por parte de la doctrina.

La mayoría del sector entiende el concepto de “trabajador” en los términos prescritos por el Estatuto de los Trabajadores (“ET”), artículo 1, a lo que se añade la legislación específica al respecto con el Real Decreto-Ley 1382/1985 sobre el personal de alta dirección. En base a lo establecido, dentro de los beneficiarios de la excepción se encuentran toda persona física que tenga una relación laboral, sin importar el tipo de contrato de trabajo o en la situación que se encuentre que le vincule de alguna manera a la sociedad (como es el caso de la situación de prácticas, en periodo de prueba, etc.), sin perjuicio igualmente del tiempo que lleve en la empresa⁵⁸.

Ha sido recurrentemente discutido el régimen aplicable a los administradores de la sociedad, especialmente teniendo en cuenta el efecto que aquel puede tener en los *Management Buyouts*. Partiendo de la exclusión de los administradores como “trabajadores” a la luz del art. 1.3.c) ET, resulta lógico que estos queden fuera del ámbito de aplicación de la excepción, más aún teniendo en cuenta los intereses que se pretenden proteger con la prohibición (respecto de la arbitrariedad de los administradores en la toma de decisiones). Este argumento sin embargo adquiere verdadero sentido cuando los administradores se relacionan única y exclusivamente con la empresa en calidad de tal⁵⁹.

No puede decirse lo mismo en el caso que el administrador sea además trabajador de la sociedad (de manera que concurre con la relación societaria una de carácter laboral), aunque habrá que estar al tipo concreto de relación laboral. El Tribunal Supremo responde a esta cuestión en su sentencia de 20 de julio de 2010⁶⁰. En resumen, y siguiendo lo regido por la doctrina:

- (i) Resulta difícil otorgar la condición de beneficiario a figuras tales como al consejero delegado, por cuando aplica la teoría del vínculo, según la cual la relación mercantil/societaria absorbe la laboral.
- (ii) Por el contrario, puede discutirse la calificación de beneficiario a aquellas personas físicas que, además de ser administradores, ejercen tareas laborales comunes u

⁵⁸ Paz-Ares y Perdices Huetos.

⁵⁹ Carrasco Perera et al.

⁶⁰ STS 472/2010, de 20 de julio. (FJ. 9).

ordinarias (es decir que desarrollan actividades en cuanto “directivo de régimen común”⁶¹): en este caso, sería posible que fuesen asistidos financiera.

Con todo, somos de la opinión que, como se defiende por determinados autores y a diferencia de otros, no existe razón para aislar a los administradores trabajadores (en este segundo supuesto) del régimen de excepción a la prohibición de asistencia. Al igual que con la cláusula de cierre antes estudiada o el caso de las operaciones societarias, el legislador prevé normas particulares por las que se garanticen los intereses protegidos. Es obvio por lo tanto que existen normas concretas de conflictos de interés y de responsabilidad de los administradores, que impiden que estos manipulen la regulación de asistencia en su favor. Adicionalmente, hay que tener en cuenta que las decisiones que los administradores puedan tomar respecto de asistencia financiera superan su *ratio* de libertad, quedando en todo caso sujeta a la aprobación de la junta general⁶² (destaca el art 160 LSC).

b. Asistencia en el marco de operaciones bancarias ordinarias

La prohibición de asistencia financiera cede ante otro supuesto directo de excepción previsto en el artículo 150.3 LSC, por la cual se permite a las entidades de crédito lo que no es posible para el resto de sociedades: podrán prestar asistencia los bancos y entidades de crédito en el marco de operaciones ordinarias propias de su objeto social, siempre que se sufraguen con cargo a los bienes libres de la sociedad. Es decir, las entidades de crédito pueden asistir a terceros para la adquisición de sus propias acciones.

La excepción se enmarca necesariamente en las operaciones *ordinarias y del objeto social*. No se trata únicamente de enmarcar la operación de asistencia en el marco habitual de operaciones para la sociedad, sino que hay que detenerse en la formulación del objeto social. En otras palabras, la operación es perfectamente válida si: (i) la asistencia financiera es una actividad ordinaria para los bancos (ii) y la normativa que regula el objeto social de la sociedad *target* no prohíbe la asistencia para el supuesto de adquisición de sus propias acciones⁶³.

Como segunda característica, las operaciones de asistencia tienen que “costearse” por bienes libres (i.e. patrimonio no vinculado) de la propia entidad, es decir todos aquellos bienes de los que la sociedad puede disponer una vez se hayan cubiertos todos los requisitos legales y

⁶¹ Paz-Ares y Perdices Huetos.

⁶² Carrasco Perera, Erlaiz Cotelo, y Rentería Tazo.

⁶³ Paz-Ares y Perdices Huetos.

estatutarios, no pudiendo bajo ningún concepto poner en peligro los activos necesarios para responder a sus obligaciones ordinarias (establecidas en el art. 273 LSC)⁶⁴.

Este requisito no es más que una transcripción de lo que estipula el artículo 23 de la Segunda Directiva.

Tal y como se estableció originalmente, esta excepción era de verdadero interés pues servía para salvarse del régimen de la época, que se basaba en una visión objetiva del elemento causal en la asistencia financiera. Esta visión justamente defendía que bastaba con apreciar una *conexión* entre asistencia y adquisición de acciones propias, para apreciar la prohibición, sin que fuese exigible controlar el destino de los fondos: la excepción permitía evitar la justificación de una falta de conexión para que la asistencia fuese viable. No obstante, nuestro sistema actual se basa en una interpretación subjetivista (i.e. la *finalidad* de la asistencia es la adquisición) por lo que la justificación de esta excepción pierde fuerza. Pese a ello y aunque la utilidad práctica de la misma es cuestionada por la doctrina, la excepción se mantiene en nuestro ordenamiento⁶⁵.

Por último, como último requisito, la Ley de Sociedades de Capital exige establecer una reserva en el pasivo del balance de la sociedad que equivalga al importe de los créditos en el activo. Con ello lo que se trata evitar es que la adquisición de acciones pueda llevarse a cabo con el patrimonio de las entidades sin límite alguno⁶⁶. Como hemos visto antes, esto se previó con el fin de garantizar la integridad del patrimonial y evitar perjuicios para socios y acreedores.

2.4.2. *Excepciones indirectas*

El artículo 42 RDLME se presenta como una vía legal indirecta de excepción a la prohibición de asistencia financiera prevista en los artículos 143.2 y 150.1 LSC. Esta excepción incide directamente en el ámbito de las LBOs, permitiendo que operaciones estructuralmente apalancadas sean lícitas en el marco de un procedimiento específico previsto por la norma.

Gracias a esta norma, la lógica financiera de las operaciones de LBO son compatibles con la protección de los intereses que se trata de salvaguardar. Así, si bien el artículo 42 RDLME no elimina los riesgos económicos derivados de este tipo de operaciones, permite pasar de un supuesto prohibido a uno permitido bajo condiciones reforzadas.

En este punto, tengamos en cuenta la lógica detrás de este supuesto. Desde el punto de visto de los acreedores, por ejemplo, si estos consienten expresamente a la realización de la operación,

⁶⁴ De Vivero Porras, p. 265.

⁶⁵ Perdices Huetos, pp. 336-337.

⁶⁶ Fernández de la Gándara.

siendo plenamente conscientes y debidamente informados de los efectos que la fusión podría tener sobre sus derechos crediticios, resultaría desproporcionado, e incluso contrario a los principios generales del Derecho Privado, imponer una prohibición absoluta basada en normas que, en esencia, están diseñadas para su protección⁶⁷. Siguiendo este pensamiento, podemos afirmar que la protección sería excesiva e improcedente en la situación analizada.

a. Estructura de la operación de compra apalancada seguida de fusión

Ya explicamos al principio es este trabajo en qué consisten las operaciones de compra apalancada, por lo que nos interesa ahora entender su participación dentro de la estructura de la operación de fusión apalancada. Esquemáticamente, podríamos en dos fases:

- (i) La primera corresponde a la adquisición de la sociedad *target*, ya sea directamente por un tercero o por la SPV o *Newco* (sujeto asistido) creada al respecto.
- (ii) En un segundo momento, se procede a la fusión entre el Tercero/*Newco* y la *Target*, permitiendo con ello que los flujos de caja de la sociedad adquirida se utilicen para el pago de la deuda y que las garantías sobre la deuda sean asumidas por esta (en cuanto sociedad resultante de la fusión).

La estructura que resulta de la primera fase presenta determinados inconvenientes para los representantes de la financiación con deuda de la adquisición (deuda senior y *mezzanine*). En este sentido, la lógica es la siguiente.

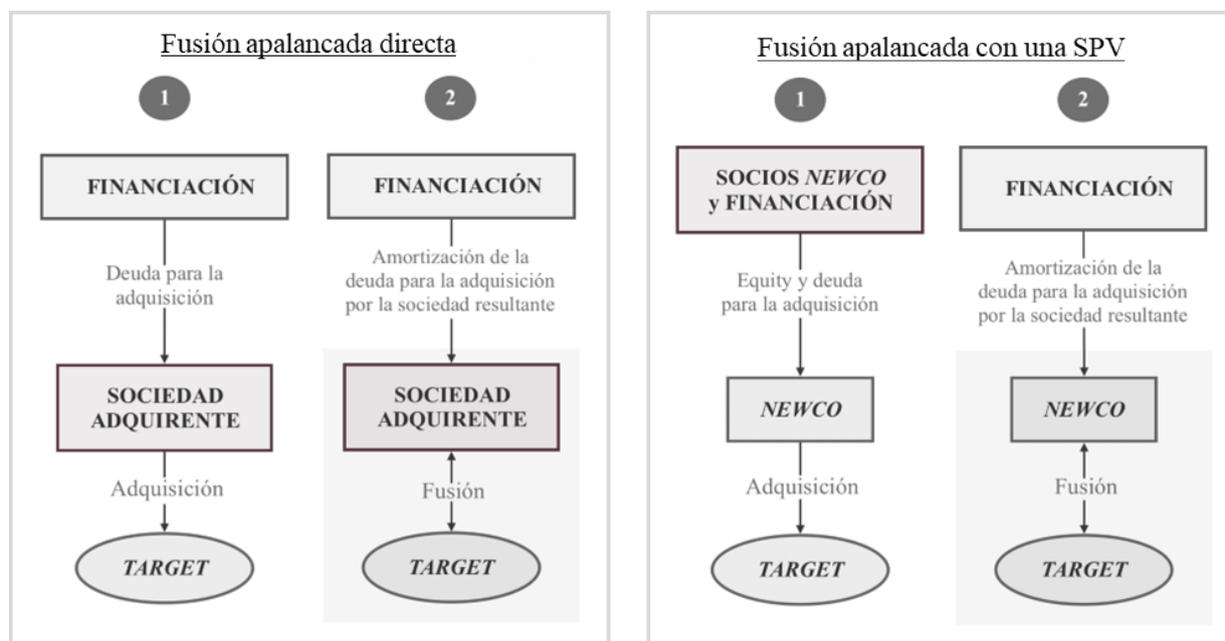
Tras la adquisición, los acreedores directos de la sociedad adquirida o *Target* conservan un derecho preferente sobre el patrimonio de esta y de los flujos generados, quedando por encima de los accionistas de esta y, aún más, de los acreedores de la propia *Newco* (o del tercero adquirente si no hay SPV), esto es, de los financiadores de la adquisición. Así, existen terceros ajenos a la operación de LBO que tienen una prioridad (excepto sobre el tramo de financiación senior destinado a refinanciar el circulante de *Target*) sobre los recursos generados por la *Target* y con los que se preveía cubrir la deuda. En consecuencia, los financiadores de la adquisición buscan una estructura orgánica diferente a la resultante de la adquisición, de modo que obtengan una acción directa y garantizada sobre todo el patrimonio de *Target* equivalente al valor de la deuda. Con ello, buscan integrar la deuda de *Newco* o del tercero adquirente en el pasivo de *Target*⁶⁸.

⁶⁷ Paz-Ares y Perdices Huetos.

⁶⁸ Erlaiz Cotelo.

En este sentido, la solución más común para que los flujos de caja de la *Target* cubran la deuda es la fusión entre adquirido y adquirente (evitando afectar a demás acreedores y socios minoritarios), evitando por tanto que esta estrategia incurra en la prohibición de asistencia financiera.

Ilustración 5. Esquema de una compra apalancada seguida de fusión.



Fuente: Esquemas propios.

b. Presupuestos de la operación

La ley prevé una serie de presupuestos para que se pueda legitimar la fusión.

Primero, el endeudamiento por la sociedad adquirente (el tercero asistido o *Newco*) tiene que haberse contraído en los tres años anteriores a la fusión para adquirir el control de la *Target*, siendo insignificante el volumen de la deuda, y la identidad y tipo de financiadores. Asimismo, la doctrina razonablemente entiende que la deuda debe seguir viva. Pese a que el artículo 42 RDLME nada dice al respecto, no resulta procedente entender lo contrario: atendiendo a la finalidad de la previsión, si la deuda hubiese sido íntegramente cancelada con anterioridad, el régimen legal no se activaría, ya que no habría riesgo de desprotección de socios o acreedores⁶⁹.

En relación con la finalidad de la deuda, se busca adquirir con ella el control de la sociedad fusionada. Este control se entiende en el sentido del artículo 42.1 del Código de Comercio, de

⁶⁹ Vives Ruiz, F. y López-Jorrín Hernández, Á., “Las fusiones apalancadas (art. 35 de la Ley sobre modificaciones estructurales)” en Sebastián Quetglas, R. (dir.) y Jordano Luna, M. (coord.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2.ª ed., Wolters Kluwer, Madrid, 2019, p. 763.

manera que la deuda está pensada para la adquisición de las acciones o participaciones suficientes para lograr la mayoría de derechos de voto o de otros derechos que de otra manera confieran esta mayoría. Sin duda esto significa adquirir más del 50% de estos, por lo que un importe minoritario quedaría fuera del ámbito de aplicación del presente régimen. Se reduce así el tipo de LBOs beneficiarias de esta excepción a la prohibición de asistencia financiera.

Por último, no se establecen requisitos sobre el sentido en el que se proceda a la fusión, pudiendo darse una fusión directa como indirecta. En todo caso, la formalización de la fusión es un elemento crucial para aplicar este régimen, sin la cual se podría incurrir en la prohibición de asistencia.

c. Requisitos adicionales

La aplicación del artículo 42 RDLME depende de tres condiciones:

Primero, el proyecto de fusión debe detallar los recursos y plazos previstos para satisfacer las deudas contraídas. Esto constituye una forma de trasladar la lógica del *business plan* financiero al plano societario, facilitando a las partes de la operación la evaluación de su impacto económico (art. 42.1 RDLME)⁷⁰.

Segundo, los administradores tienen que emitir un informe en el que queden justificadas tanto la adquisición como la fusión, e incluir un plan económico-financiero completo, coherente con los recursos previstos y alineado con los flujos futuros de la Target, que serán utilizados para repagar la deuda. Este requisito permite valorar la continuidad financiera del grupo post-fusión⁷¹.

Tercero, se requiere un informe adicional de expertos independientes, en el que conste un juicio técnico sobre la razonabilidad de los dos supuestos anteriores. El nuevo RDLME por el que se derogó la ley anterior elimina del alcance del informe el pronunciamiento específico sobre la existencia de asistencia financiera en la operación, subsanando la inseguridad jurídica que este concepto mal definido e ineficaz jurídicamente generaba.

⁷⁰ Serrano Acitores.

⁷¹ *Id.*

2.5. Implicaciones prácticas de la prohibición en la estructura de las LBOs

2.5.1. Nulidad de la asistencia

Las consecuencias jurídicas de la infracción de la prohibición de asistencia financiera suponen considerar separadamente: (i) el negocio de asistencia financiera por la sociedad asistente y (ii) el negocio de adquisición por parte de un tercero de las acciones o participaciones de la sociedad *target*.

Los artículos 143 y 150 LSC no establecen expresamente las consecuencias de la infracción, por lo que ante este silencio la doctrina coincide en aplicar la nulidad a la operación de asistencia financiera del artículo 6.3 del Código Civil por suponer un negocio *contra legem*⁷². En consecuencia, el negocio concreto de asistencia carecerá de efectos *ab initio*, no llegando a desplegar los efectos jurídicos deseados por las partes, y que por tanto da la oportunidad a estas de reclamar la restitución de las prestaciones que cada una efectuó⁷³.

En este sentido, la jurisprudencia aboga en la mayoría de los casos por la nulidad únicamente del negocio de asistencia, sin que ello se extienda al resto de la operación.

Bien es cierto que, dentro de esta consideración, no podemos olvidar los efectos que sobre el contrato de financiación tiene la nulidad de la asistencia. En el supuesto de que la asistencia fuese nula, el negocio de financiación decaería por una razón u otra en función del tipo de asistencia prestada. Es decir:

- (i) si la asistencia se plasma en la concesión de fondos para la adquisición de las acciones/participaciones, la nulidad de la asistencia supone la de la propia financiación (respecto de los fondos prestados en asistencia);
- (ii) si se concreta en la prestación de garantías a la financiación bancaria, la nulidad de las garantías conlleva el vencimiento, ya que la concesión de financiación y la constitución de garantías son una operación única e indivisible⁷⁴.

Por otro lado, al enjuiciar la posibilidad de contravención de la prohibición, se ha de prestar notable atención a la finalidad de prestar asistencia para la adquisición de las acciones, es decir si existe nexo causal que justifica la nulidad. A modo de ejemplo, el Tribunal Supremo en su

⁷² Vargas Vasserot, C. “Los efectos jurídicos de la contravención de la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias” en *Estudios sobre el futuro Código Mercantil: libro homenaje al profesor Rafael Illescas Ortiz*, Madrid, 2015, p. 972

⁷³ Serrano Acitores.

⁷⁴ Pérez López et al., p. 147.

sentencia de 20 de abril de 2023, declaró nula una cláusula de asistencia financiera encubierta por la que se pactaba la compensación por una eventual pérdida de valor de las acciones adquiridas por un nuevo socio (finalidad que las partes aducían como primaria)⁷⁵.

La nulidad no podrá ser declarada en determinados casos, como ocurre si la sociedad que estuviese concediendo la asistencia desconociese la finalidad de esta para la adquisición de acciones/participaciones de la *Target*. Por el contrario, la doctrina señala que, en caso de que tanto la sociedad adquirida como la adquirente actuasen de mala fe, al tener conocimiento del carácter prohibido del negocio de financiación, la nulidad podría extenderse también al negocio de transmisión de las acciones⁷⁶.

No obstante, lo más habitual es que el negocio de adquisición se salve. Recordemos que la nulidad es una disposición de carácter sancionador, que en ningún caso podrá ser aplicada por analogía salvo que presente una justificación idónea.

2.5.2. Sanciones administrativas

La nulidad no es la única consecuencia jurídica de la infracción, puesto que con el artículo 157 LSC, el legislador prevé la imposición de sanciones administrativas por la CNMV⁷⁷ a los administradores que infrinjan la prohibición. Este régimen es independiente de la nulidad civil, por lo que no agota el régimen sancionador en caso de infracción⁷⁸.

2.5.3. Responsabilidad de los administradores

Finalmente, dada la gravedad de las consecuencias en caso de infracción de la prohibición de asistencia por parte de los administradores de la sociedad asistente, estos pueden incurrir en responsabilidad frente a los socios (art. 236 y ss. LSC), en responsabilidad penal, si concurre administración desleal (arts. 252 y 290 CP), etc.

⁷⁵ Sentencia de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo núm. 1592/2023, de 24 de abril. (FJ. 5.4)

⁷⁶ Vincent Chula en Mariño Pardo, F. “La prohibición de asistencia financiera en la adquisición de acciones o participaciones propias: el caso en que se garantiza al adquirente el valor de las acciones adquiridas durante un plazo. La Sentencia del Tribunal Supremo de 20 de abril de 2023”, *Iuris Prudente*, 24 de mayo de 2023.

⁷⁷ CNMV es la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

⁷⁸ Vargas Vasserot, p. 977.

3. ANÁLISIS COMPARADO DEL MARCO NORMATIVO

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

Para tener un mayor entendimiento de la figura de la prohibición de asistencia financiera es fundamental conocer los antecedentes que llevaron a su creación y desarrollo.

Entender las perspectivas y evolución internacional permite poder juzgar con mayor criterio la regulación española, al fin de averiguar las ventajas como las desventajas de esta. Tener en mente estas diferencias es especialmente importante para poder juzgar y aventurarse a plantear la conveniencia de nuestro régimen vigente, y por ende poder juzgar con criterio la posibilidad de introducir cambios a nuestra normativa.

Asimismo, no podemos olvidar la importancia que este estudio tiene en el régimen de las compras apalancadas, por cuanto, a mayor flexibilidad en la normativa de asistencia financiera, mayor facilidad en la ejecución de las LBO. La relevancia de la cuestión puede captar la atención de los actores involucrados en este tipo de operaciones estructurales, siendo verdaderamente útil para estos la comparativa internacional, especialmente al enfrentarse a la elección de una u otra operación dentro de un abanico internacional.

Con este fin, centramos nuestro análisis en el estudio de regímenes transfronterizos que, por la importancia del rol jugado en el desarrollo del régimen como por su influencia en el tráfico mercantil de transacciones, no pueden pasar desapercibidos. Así pues, especial interés muestran los regímenes de Reino Unido, Italia y Estados Unidos.

3.2. Antecedentes de la prohibición de asistencia financiera

La figura de la prohibición de asistencia financiera no era completamente ajena al Derecho continental de finales del siglo XIX - principios del XX. El ordenamiento italiano, mediante el *Codice di Commercio* de 1885, ya vedaba aceptar en prenda acciones propias suscritas con financiación otorgada por la propia sociedad (previsión que se amplió y dio lugar a la prohibición del artículo 2358 del *Codice Civile* de conceder préstamos para que terceros adquirieran acciones propias). Asimismo, en España, las primeras normas de 1856 prohibían la prenda de acciones propias suscritas con préstamos concedidos por la sociedad, lo que suponía un precedente indirecto de asistencia financiera. No obstante, este régimen buscaba evitar la suscripción ficticia de acciones más que de regular la asistencia financiera en sí⁷⁹.

⁷⁹ Paz-Ares y Perdices Huetos.

Pese a la temprana aparición de estos preceptos, su alcance fue limitado, resultando evidente que el modelo inglés ha sido el verdaderamente influyente en el desarrollo del régimen comunitario de la prohibición de asistencia (recogido a este nivel por primera vez a través de la Segunda Directiva CEE)⁸⁰.

Tras la Primera Guerra Mundial surgió en Reino Unido, la preocupación por ciertas prácticas de adquisición empresarial que, aunque no fuesen ilegales, vulneraban el espíritu de la ley. En particular, se observó que ciertos “bidders” obtenían préstamos para adquirir el control de una compañía, usando luego los fondos de esta sociedad para pagar la deuda. Esta estrategia, que hoy calificaríamos como LBO, presentaba riesgos de vaciamiento patrimonial y quiebra de la empresa adquirida. Fue por tanto esta preocupación la que fomentó la regulación de *Companies Act* de 1929 a través de la inclusión de las recomendaciones que sobre dichas circunstancias se establecieron en el *Greene Report*.

El alcance de la prohibición fue posteriormente ampliado, con la *Companies Act* de 1948, por la que se incorporó expresamente el término *financial assistance*, configurando además dicha terminología como cláusula de cierre⁸¹. No obstante, los tribunales británicos fueron advirtiendo que la norma estaba redactada de forma excesivamente amplia y abstracta, lo que impedía la ejecución de operaciones perfectamente respetables y beneficiosas para la propia sociedad. La rigidez normativa fue criticada en el *Informe Jenkins* de 1962, defendiendo la flexibilización del régimen. A pesar de ello, no fue hasta la *Companies Act* de 1981 y especialmente la de 1985 cuando estas recomendaciones fueron realmente consideradas. En este contexto, mientras la doctrina británica defendía unánimemente el interés de legalizar la asistencia financiera bajo ciertas condiciones, Reino Unido había estado impulsando la inclusión de dicha prohibición en el texto comunitario, fomento la armonización europea. Ante esta situación, la reforma de 1985 tuvo que implementar un modelo respetuoso con el contenido de la Directiva, diseñando un sistema dual: por un lado, para las *private companies*, se permitió la asistencia financiera siempre que se cumplieran ciertos requisitos (procedimiento conocido como *whitewash*); y por otro, se mantuvo para las *public companies* una prohibición general pero sujeta a excepciones.

En este panorama, no podemos olvidar la participación del sistema italiano en la configuración de la prohibición, pues a pesar de la brevedad de su régimen, incluyó tempranamente la

⁸⁰ Directiva 77/91/CEE, de 13 de diciembre de 1976.

⁸¹ *Companies Act* de 1948, section 54.1.

prohibición de asistencia financiera en el artículo 2358 del *Codice Civile*: quedaba prohibido conceder préstamos o prestar garantías a terceros para la adquisición de sus propias acciones⁸².

Paralelamente, el sistema europeo también empezó a cambiar. La Segunda Directiva 77/91/CEE, aprobada en 1976, obligó a todos los Estados miembros de la entonces Comunidad Económica Europea a trasponer a sus ordenamientos nacionales la prohibición de asistencia financiera, en particular a través del artículo 23, lo que resultó en diferencias normativas nacionales considerables. Esta norma limitaba severamente la posibilidad de asistencia financiera por parte de la sociedad para la adquisición de sus propias acciones/participaciones, por lo que fue ampliamente criticado y objeto de numerosos debates. De esta manera, las críticas inicialmente surgidas en Reino Unido se fueron extendiendo al resto de Europa, generando un movimiento a favor de una reforma flexibilizadora.

A finales de los 90, la Comisión Europea inició una serie de estudios preparatorios para reformar la Segunda Directiva, resultantes en el *Informe Winter* de 2002. Esto culminó en la aprobación de la Directiva 2006/68/CE, de modo que a través de la nueva regulación los Estados miembros pueden autorizar operaciones de asistencia financiera bajo determinadas condiciones, todo ello considerando la protección de los socios minoritarios, la salvaguarda del interés social y la transparencia en los procedimientos.

A raíz de esta reforma, se configuraron en Europa dos grandes modelos: por un lado, aquellos países que mantuvieron la redacción original y un régimen estricto (como Francia, Alemania o España), y por otro, aquellos que adoptaron un enfoque más flexible, eliminando o suavizando la prohibición, adaptándose a la nueva redacción comunitaria (como Reino Unido, Italia, Bélgica, entre otros)⁸³.

En resumen, existe una tendencia a nivel global a la flexibilización de la regulación de asistencia financiera, evitando cada vez más un enfoque prohibitivo y rígido. Observamos estos efectos en el estudio siguiente.

3.3. Estudio comparativo

El sistema inglés destaca por la importancia que ha jugado en la configuración e impulso de la regulación de asistencia financiera a nivel europeo. Paralelamente, Italia ha servido de gran inspiración para la redacción de la legislación española en la materia. Por otro lado, el

⁸² Artículo 2358 *Código Civile*, *Regio Decreto* 16 marzo 1942, n. 262. (versión inicial).

⁸³ Vargas Vasserot, p. 971.

régimen aplicable en Estados Unidos es especialmente interesante por la importancia que este país tiene a nivel corporativo-transaccional. Son estas las razones que justifican el estudio abordado, distando de ser una cuestión meramente incidental.

3.3.1. *Sistema italiano, inglés y español*

Del estudio de la regulación italiana, inglesa y española se deduce una mayor o menor afinidad al régimen de asistencia financiera regulado en la Directiva 2006/68/CE, por cuanto la trasposición a medida que cada una de ellas hace deriva en sistemas legales muy diferenciados. Entre los sistemas estudiados, el británico representará el más flexible, al mismo tiempo que el italiano recoge una redacción muy similar a la norma comunitaria. En comparación con estos dos, España presenta el régimen de asistencia más rígido y estricto.

a. Sociedades sujetas a la regulación

La diferencia en la flexibilidad de las legislaciones se presenta en primer lugar sobre las sociedades afectadas.

Al igual que el sistema español, el Código Civil Italiano (“CC Italiano”) diferencia entre el régimen aplicable a las sociedades anónimas frente a las sociedades limitadas. Dentro del propio régimen destaca la gran admisibilidad concedida a estas primeras (art. 2358). La flexibilización de un régimen frente a otro es igualmente observable en la ley española, estableciendo una mayor rigidez para las sociedades anónimas, las cuales no conciben excepción alguna a la interdicción. El artículo 2474 CC Italiano es estricto en su redacción de manera que en ningún caso puede la sociedad adquirir o aceptar como garantía sus propias participaciones, como tampoco puede acordar préstamos o prestar garantías para la adquisición de sus participaciones o su auto-suscripción/asunción. Al igual que el régimen del artículo 143.2 LSC, podríamos hablar de una prohibición casi absoluta⁸⁴.

Por su parte, el régimen de prohibición de asistencia financiera en Inglaterra está regulado por la *Companies Act* de 2006 (677-683), ofreciendo un marco legal completo del régimen. A diferencia de la Ley de Sociedades de Capital, y en mayor proximidad con el sistema italiano, destaca el detalle de la regulación normativa, ofreciendo mayor seguridad jurídica ya que la literatura de sus artículos permite limitar los debates que cada concepto han suscitado en España. Recordemos que hasta hace poco Reino Unido formaba parte de la Unión Europea, y

⁸⁴ El análisis se centra en el régimen de las sociedades anónimas italianas, por sus diferencias con el sistema español.

que por tanto en 2006, le era perfectamente aplicable lo estipulado por la Directiva 2006/68/CE, la cual traspuso con la *Companies Act 2006*.

Anterior a 2006, los británicos aplicaban regímenes distintos a las sociedades “privadas” o *private companies*, equivalentes a las de responsabilidad limitada, y a las “públicas” o *public companies*, similares a las anónimas. Para las primeras aplicaba el sistema de *whitewash*, es decir la asistencia financiera era admisible bajo unas condiciones establecidas *ad hoc*, mientras para las segundas se concebía una prohibición flexibilizada con excepciones. Actualmente, el procedimiento de *whitewash* no sigue en orden, manteniéndose únicamente la prohibición para las *public companies* (art. 678 *Companies Act 2006*). Ello no quita que las operaciones de las sociedades “privadas” tengan pleno arbitrio de actuación, ya que siguen en todo caso sujetas a las reglas de mantenimiento del capital social (como la distribución de dividendos o reducciones de capital) de manera que se garantice la protección de sus socios y acreedores⁸⁵. No debe de olvidarse que el propósito perseguido por todas las legislaciones es precisamente la salvaguarda de estos.

Volviendo al tema anterior, al contrario que en España e Italia, la mayor rigidez legislativa recae sobre las *public companies* en vez de en las privadas, lo que desde la lógica operativa no parece del todo extraño si se tiene en cuenta la escala a la que pueden llegar a verse afectadas las sociedades anónimas en el plano del volumen de capital social que representan (frente a las limitadas, que generalmente suelen ser de menor tamaño).

b. Conductas tipificadas

Dentro de los regímenes presentados, las conductas tipificadas por los tres son hasta cierto punto equivalentes.

El Código Civil Italiano transpone casi en su integridad el régimen previsto por la norma europea⁸⁶. Así, el artículo 2358 prevé que la sociedad no puede, directa ni indirectamente, conceder préstamos ni prestar garantías para la adquisición o suscripción de sus propias acciones, salvo que se den una serie de condiciones.

Los italianos definen como actuaciones prohibidas la concesión de préstamos y la prestación de garantías. Si bien esta redacción parece considerablemente más limitada que en España, ambos supuestos deben de entenderse en el sentido amplio de la norma, de manera que se preste

⁸⁵ Hellinx, E. “Are Sinners Lending to Sinners? Financial Assistance in Belgium and the UK-An Elegy”, *TRV/RPS*, vol. 2016, no 8, 2016, p. 1044.

⁸⁶ Decreto Legislativo 4 agosto 2008, n. 142, de Italia.

atención al sentido económico del mismo, más que a su *nomen iuris*⁸⁷. A la hora de explicar los conceptos tipificados en Derecho español, recuerdan autores españoles que, de no existir la cláusula de cierre de las operaciones de asistencia financiera prohibidas, estos conceptos tienen que concebirse de manera amplia, pues en caso contrario se estarían abriendo las puertas a la elusión de la norma a través de otro tipo de contratos. Así es precisamente como procede el legislador italiano⁸⁸. La propia doctrina italiana incluye, dentro de la noción de garantías, cualquier esquema negocial en virtud del cual la sociedad ponga su patrimonio frente a un riesgo crediticio vinculado al impago de una financiación estipulada por un tercero para la adquisición o suscripción de sus propias acciones⁸⁹.

En cambio, la *Companies Act 2006* presenta un amplio listado de operaciones de asistencia financiera sujetas a la prohibición. No obstante, como en España, el legislador prevé en último término una cláusula de cierre, de manera que queda prohibida toda asistencia que reduzca los activos netos de la sociedad considerablemente o cuando se conceda por una sociedad que no tenga activos (art. 677.1.d).

En conclusión, pese a la limitación del artículo italiano en la delimitación de los supuestos tipificados, los tres sistemas abarcan un *numerus apertus* de supuestos de asistencia financiera prohibida, o por lo menos permitida bajo las condiciones que cada uno prevea.

Finalmente, no podemos olvidar que en Italia la viabilidad de la operación de asistencia está sujeta a:

- (i) la autorización por la junta general extraordinaria,
- (ii) el informe de los administradores (i) que exponga las condiciones de la operación, (ii) certificando que se realiza en condiciones de mercado, (iii) así como los objetivos empresariales que la justifican, (iv) los riesgos que comporta para la liquidez y la solvencia de la sociedad, (v) y el interés específico que la misma presenta para la sociedad (es decir, supone una mención precisa sobre todos los intereses protegidos por la propia norma);
- (iii) el depósito del informe previa a la celebración de la junta e inscripción posterior en el registro mercantil junto con el acta de junta;

⁸⁷ (traducción de:) Fortunato, S. “Anticipazioni, prestiti o garanzie per l'acquisto di azioni propri” en Buttarò, L. y Patroni Griffi, A., *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, Giuffrè, Milano, 1984, p. 440.

⁸⁸ Vaquerizo Alonso. Nota 230.

⁸⁹ Paolini, A. y Poli, T.N. “Assistenza finanziaria e operazioni «baciata»”, *Quaderni giuridici no. 30*, 2024, p. 28.

- (iv) una limitación cuantitativa por la que el importe total de las sumas empleadas y de las garantías prestadas no podrá exceder el límite de los beneficios distribuibles y de las reservas disponibles que resulten del último balance debidamente aprobado; y
- (v) la constitución de una reserva indisponible específica.

Esta redacción se asemeja al procedimiento de *whitewash* inglés, y en todo caso, no se presenta en los demás sistemas estudiados. Bien es cierto que el artículo 682.1.b *Companies Act 2006* dispone como condiciones de la permisión de asistencia (i) que los activos netos no se hayan reducido por esta operación, o (ii) que cuando los activos sean de por sí reducidos, se proceda a la asistencia con cargo a los beneficios distribuibles.

c. Nexo causal y temporal

Las tres legislaciones estudiadas entienden que la interdicción de asistencia requiere la existencia de un nexo causal, es decir que la finalidad de prestar fondos o conceder garantías a un tercero sea la de adquisición de sus acciones o de las sociedades relacionadas que correspondan.

Esto se concluye tanto por los italianos como los españoles a pesar de la ausencia de una mención explícita.⁹⁰^[OBJ.]

Al igual que en España, la doctrina italiana usa como indicios adecuados para la determinación del vínculo intencional entre ambas operaciones tanto elementos estrictamente objetivos (como serían la cercanía temporal de las operaciones, los importes involucrados...), como aspectos relativos al contenido concreto de la negociación entre las partes.

El legislador británico recoge específicamente el elemento intencional. El artículo 678.2 *Companies Act 2006* hace referencia a este cuando determina ciertas operaciones permitidas de asistencia cuando se hagan de buena fe actuando en el mejor interés de la sociedad y: (i) la sociedad asistente no tenga como objetivo principal la asistencia para la adquisición de sus acciones o las de su sociedad dominante, o (ii) la concesión de asistencia no sea más que un elemento incidental que forme parte de un objetivo más amplio de la empresa. De esta manera, se distingue entre la finalidad principal y accesorio, haciendo además especial mención al interés de la sociedad, como también ocurre en la regulación italiana.

⁹⁰ Bayona Giménez, p. 155.

Sea como sea, en Italia y España el elemento temporal entre la adquisición y la operación de asistencia es irrelevante, sin importar si esta última se aporta antes o después de la adquisición de las acciones⁹¹.

En Inglaterra, la temporalidad tampoco parece ser la clave: se explicita la interdicción de asistencia ya sea antes o al mismo tiempo que la adquisición de las acciones. En esta mención faltaría aquella relativa a la prestación de asistencia post-adquisición, la cual no queda fuera del ámbito de aplicación si se demuestra la intencionalidad de auxiliar para la adquisición de las acciones, siempre que al tiempo de esta última operación, la sociedad fuese de carácter pública⁹².

Esta interpretación supone una cuestión particular: si la sociedad asistente pasa de ser pública a registrarse como privada, tras lo cual se adquieren las acciones, y es una sociedad privada en el momento en que se presta la ayuda posterior a la adquisición, no se aplica la prohibición de esta sección. Sin embargo, si en el momento en que se adquieren las acciones la empresa es privada, pero en el momento en que se presta la ayuda posterior a la adquisición se ha vuelto a registrar como pública, sí se aplica la prohibición⁹³. Con este mecanismo, el legislador británico pretende evitar fraudes a la ley de manera que las sociedades puedan eximirse de las consecuencias de la prohibición a través de la manipulación de su tipo societario. El primer supuesto sin embargo se presenta como una especie de excepción indirecta perfectamente aceptable a pesar de su aparente manipulación.

d. Excepciones a la prohibición

Por cuanto en los tres sistemas estudiados hablamos de prohibición (o admisibilidad condicionada para las sociedades anónimas italianas) advertimos la introducción de excepciones (o supuestos más fácilmente admisibles) cuyo estudio no puede pasar por alto.

i. Excepción al personal

La excepción de asistencia financiera al personal de la sociedad asistente para la adquisición de sus acciones es una de las excepciones comunes en la ley española, italiana e inglesa, a pesar de su mayor o menor desarrollo.

⁹¹ Paolini y Poli, p. 29.

⁹² Department of Trade and Industry, "Explanatory notes on section 678 of Companies Act 2006", section 989.

⁹³ Legislation.gov.uk, section 990.

Por un lado, las tres excepciones se encontrarán únicamente recogidas bajo la regulación del mismo tipo societario, esto es para las sociedades anónimas o públicas. Asimismo, la excepción aplica en la adquisición del mismo tipo de sociedades, es decir, respecto de la sociedad asistente o cualquiera del grupo.

Por otro lado, dentro de la regulación de cada una:

En Italia, podría considerarse la excepción más bien como una supuesto de admisión con mayores facilidades. De este modo, el artículo 2358 párrafo 8 *Codice Civile* relaja las condiciones requeridas en los supuestos de asistencia. En particular, se entiende que el interés de la operación va subsumido en la identidad de los interesados, de modo que se flexibilizan los requisitos, siendo únicamente aplicable los límites cuantitativos y la obligación de dotar una reserva. De esta manera mientras que la excepción en el sistema español es amplia, en Italia quedará siempre condicionada a unos requisitos que aseguren la solvencia y seguridad de la sociedad.

En Inglaterra, la excepción explicita la necesidad de que la asistencia por la sociedad o su *holding* se lleve a cabo siempre que se haga de buena fe para el mejor interés de la sociedad. Además, a diferencia de las otras dos leyes europeas, incluye dentro del personal beneficiado, no solo a los actuales trabajadores, sino también a antiguos trabajadores, así como a los familiares de estos (parejas, viudos, hijos...) (art. 682.2.b-d).

Finalmente, parece que en cualquiera de los casos la doctrina del vínculo aplica para las tres legislaciones, de forma que el término de “personal” solo engloba a los trabajadores unidos a la sociedad por una relación laboral y no mercantil⁹⁴.

ii. Especial mención al régimen de los administradores

Una de las razones que motiva la prohibición de asistencia es la protección por conflictos de interés entre socios y administradores y potenciales abusos por parte de los últimos. No obstante, el régimen italiano permite la concesión de asistencia por parte de la sociedad *target* a sus administradores (o los de su sociedad dominante, o a esta misma, o a terceros que actúen en nombre propio, pero por cuenta de los administradores o sociedad), derogando con ello la imposibilidad de estos para disponer de dichas acciones.

⁹⁴ Fernández de la Gándara.

El peligro que esta operación puede suponer trata de remediarse, supeditándola a la mención en el informe requerido del mejor interés de la sociedad (art. 2358 párrafo 5 CC Italiano)⁹⁵. Otramente dicho, debe justificarse que la operación es la opción más adecuada para los intereses de la sociedad, la más eficaz para alcanzar los objetivos empresariales, sin que sea necesario probar la existencia de otras alternativas, pero sí que esta operación es razonablemente preferible⁹⁶.

En este sentido, el verdadero alcance de la misma puede parecer ciertamente controvertida: considerando que son los propios administradores quienes redactan el informe requerido para la asistencia financiera, no sería complicado que estos manipulasen sus observaciones y argumentos para convencer a la junta, sin perjuicio de los mecanismos que estén previstos la reclamación de responsabilidad de los administradores.

iii. Excepción para las operaciones bancarias ordinarias

La otra excepción directa prevista por la Ley de Sociedades de Capital es aquella sobre las operaciones bancarias de carácter ordinario. La excepción está igualmente reconocida por la *Companies Act 2006*, en la misma sección que para los trabajadores.

Por el contrario, el sistema italiano marca una diferencia clave, por cuanto los bancos no están automáticamente exentos de la prohibición de asistencia financiera, aunque realicen operaciones dentro de su actividad ordinaria. Si bien el legislador comunitario, siguiendo el modelo británico, había previsto en la Segunda Directiva una exención para las operaciones típicas de bancos e instituciones financieras, esta no fue transpuesta al ordenamiento italiano. Por tanto, según la interpretación dominante, la prohibición también se aplica a los bancos, siempre que se pruebe el elemento subjetivo: es decir, que la entidad financiera conocía que los fondos estaban destinados a la compra de acciones propias⁹⁷.

e. Fusiones apalancadas

Identificamos como última excepción común a la prohibición de asistencia financiera la operación de fusión apalancada.

⁹⁵ Requisito del art. 23.*bis* de la Directiva de 2006 (actual art. 65 Directiva 2017/1132/UE) como garantía adicional en las operaciones vinculadas.

⁹⁶ Paolini y Poli, p. 34.

⁹⁷ *Ibid*, pp. 44-46.

Por la importancia que tienen en Italia las fusiones apalancadas, siendo la práctica de LBO más utilizada⁹⁸, el art. 2501-bis CC Italiano se dedica exclusivamente a su regulación específica, con parecido alcance al artículo 42 RDLME. Para que esta fusión pueda ejecutarse, la ley impone los mismos requisitos, de manera que la viabilidad de la fusión y la inaplicabilidad de la prohibición solo se admiten si existe una justificación económica válida, es decir, un informe de los administradores que indique las razones que justifican la operación y contenga un plan económico y financiero que identifique la fuente de los recursos financieros y los objetivos que se pretenden alcanzar.

Frente a estas previsiones, los británicos no establecen una regulación concreta de la asistencia financiera en las fusiones apalancadas. Sin embargo, este supuesto no queda olvidado por la ley, sino que se entenderá subsumido en el propio artículo 678.2 *Companies Act 2006*. En concreto, la asistencia será válida cuando responda a un objetivo mayor que el de la adquisición de las acciones o cuando la intención supera la de adquisición, como es el caso de la fusión. En cualquier caso, la admisibilidad de la asistencia queda sujeta a su realización de buena fe y en el interés de la sociedad, de manera que si se demuestra lo contrario sería una operación ilegal.

3.3.2. *Sistema estadounidense*

El caso particular de Estados Unidos justifica un análisis separado pues, a diferencia del resto de Europa, no existe una prohibición general de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias. Las leyes mercantiles permiten que una sociedad apoye financieramente a terceros para la adquisición de sus propias acciones siempre que se respeten dos límites generales y fundamentales: (i) de solvencia y (ii) de protección del capital social, es decir límites para la protección de los socios y de los acreedores de la sociedad asistente (mismo objetivo que en los sistemas anteriores). Esta ausencia de prohibición explica que EE.UU. sea la jurisdicción por referencia con el mayor número de LBOs ejecutadas a nivel mundial, pues ofrece un entorno jurídico favorable para las adquisiciones apalancadas gracias a la flexibilidad de su enfoque.

Para el presente estudio, la ausencia de regulación explícita hace necesario observar las normas aplicables en relación con las LBOs y así poder completar nuestro marco de estudio.

⁹⁸ Fernandez, G., “Il leveraged buy out ed il divieto di assistenza finanziaria nelle società di capitali”, *Giustizia civile.com*, Giuffrè, 15 maggio 2014, p. 4.

En el régimen norteamericano, cuando uno se cuestiona sobre las consecuencias de asistir financieramente en el marco de las compras apalancadas, se han de cuestionar tres puntos fundamentales⁹⁹:

- (i) Ante las leyes de qué estado se han organizado jurídicamente la sociedad asistente, la *target* y la prestataria (para meros efectos fiscales, que no tratamos);
- (ii) Las leyes mercantiles del estado que apliquen (pues téngase en cuenta que en EE.UU. aplican tanto las leyes federales como estatales). El interés de estas está motivado por las menciones que hacen a la necesidad de prestar asistencia siempre que ello sirva para un objetivo corporativo¹⁰⁰. Esto podría recordar a las menciones del “mejor interés de la sociedad” presentes en el sistema europeo para legitimar un supuesto de asistencia financiera;
- (iii) Las provisiones estatales sobre transferencia fraudulentas, así como las federales sobre bancarrota.

La tutela del patrimonio social, así como de los intereses de los socios y acreedores frente a potenciales abusos se articula principalmente a través de las leyes de insolvencia y de fraude contra acreedores. En este sentido, cuando una LBO hace que la sociedad objetivo sea insolvente o perjudica injustamente a sus acreedores (por ejemplo, al gravar los activos de la compañía para financiar su propia compra en detrimento de la garantía general de los acreedores preexistentes), la transacción puede ser impugnada.

La base sobre la que podrá argumentarse que una LBO es fraudulenta en consecuencia de una operación de asistencia financiera se encuentra en (i) el Código Federal de Bancarrota o *Bankruptcy Code* (título 11) y en (ii) la legislación estatal, con la *Uniform Fraudulent Transfer Act*.

A diferencia de los sistemas europeos, que regulan de forma expresa la asistencia financiera y permiten un control *ex ante* mediante normas concretas, en el sistema estadounidense el análisis se realiza *ex post*, es decir, cuando la operación ha fracasado y la sociedad adquirida se encuentra en riesgo de declararse en concurso de acreedores. En ese contexto, a menudo se alega que la asunción de deudas para financiar la adquisición, o el uso de los activos de la *target* para respaldar la deuda contraída por el comprador, constituyen un fraude a los acreedores de

⁹⁹ Wilhelm, C. and McDonell, M., *Baker McKenzie's Global LBO Guide*, 2015, p. 450.

¹⁰⁰ *Ibid*, p.451.

la *target*¹⁰¹. Por tanto, aunque formalmente las operaciones de asistencia financiera se presumen lícitas y no existen prohibiciones directas como en los ordenamientos europeos, la jurisprudencia estadounidense ha permitido cuestionarlas a posteriori cuando se demuestra que la estructura financiera de la operación condujo a la insolvencia de la sociedad adquirida.

Por otro lado, el Derecho estadounidense dispone otro mecanismo de control, permitiendo sancionar a los administradores de las sociedades asistentes cuando la asistencia suponga la insolvencia de la sociedad (en el marco de una compra apalancada). A través de las leyes societarias estatales se imponen deberes fiduciarios y límites a los administradores: cualquier garantía o asistencia financiera otorgada por una sociedad debe perseguir un fin social lícito y ser aprobada de buena fe por el órgano de administración. En especial, estas tienen particular importancia en el marco de los *management buyouts*¹⁰².

En conclusión, esta manera de enfocar el problema hace que la regulación de asistencia europea (Directiva 2006/68/CE) se aproxima más al modelo americano, donde los supuestos al fin y al cabo quedan sujetos al control del régimen general de responsabilidad de los administradores y de sus deberes fiduciarios en el marco de insolvencias o riesgos del patrimonio social.

¹⁰¹ Sullivan, J. M. “United States financial assistance. International Bar Association. Corporate and M&A Law Committee”, *Financial assistance guide*, New York, 2013-2016, p. 3.

¹⁰² Wilhelm and McDonell, p.445.

4. RACIONALIZACIÓN DEL MARCO REGULATORIO

El marco estudiado ofrece una visión completa de la regulación de asistencia financiera a nivel nacional como internacional, permitiendo enjuiciarla con mejor criterio.

4.1. Argumentos a favor y en contra de la prohibición

Como hemos visto, la finalidad de la regulación expresa de asistencia financiera es evitar que una sociedad comprometa su patrimonio en beneficio directo de terceros, particularmente en procesos de adquisición de sus propias acciones o participaciones. En el contexto de las adquisiciones apalancadas, esta norma adquiere una relevancia especial, por cuanto su estructura se basa precisamente en la financiación de la adquisición con recursos que provendrán, en buena medida, de la propia sociedad adquirida o del grupo o sociedad dependientes de la misma (según aplique el caso para sociedades anónimas o limitadas).

4.1.1. *Argumentos a favor de la prohibición*

Como observamos a lo largo del trabajo, la prohibición tiene como destino la protección del capital social como garantía frente a los acreedores y en salvaguarda de los propios socios. Se trata de un mecanismo que asegura la tutela del interés social frente a los riesgos que puedan darse cuando se ejecuta la operación en interés de terceros (lo que ocurre cuando se utiliza la sociedad asistente como método de financiación de su propia adquisición o de quien sea la *target*). En este sentido, la doctrina y los tribunales repetidamente subrayan la necesidad de salvaguardar la independencia patrimonial de la sociedad, de manera que el capital social se destine a los objetivos normalmente previsto, y evitar por tanto operaciones que puedan suponer problemas de solvencia para la sociedad.

Por otro lado, la prohibición guarda relación con el principio de prudencia y de responsabilidad en la estructuración de las operaciones de adquisición, obligando a los adquirentes a aportar fondos propios o a buscar financiación externa sin comprometer directamente los recursos de la sociedad objetivo. Esto se vincula también con la protección del interés de los socios minoritarios, quienes podrían quedar perjudicados si la compañía se endeuda en exceso para financiar una operación respecto de la cual no cuentan con el peso suficiente para decidir¹⁰³.

¹⁰³ Alfaro, 2017.

4.1.2. *Argumentos en contra de la prohibición*

Si bien la prohibición tiene un fin legítimo y admirable, puede también considerarse que resulta excesivamente rígida. Esto ha de entenderse en el contexto del mercado transaccional, donde las LBOs son una herramienta habitual y legítima para la reestructuración empresarial y la toma de control de sociedades. En este caso, la incidencia de la interdicción de asistencia, lejos de proteger a la sociedad, puede llegar a obstaculizar operaciones correctamente estructuradas de las que podría sacarse valor, revitalizando empresas ineficientes y/o mejorando su gestión. Con ello, se ponen de manifiesto los límites legales que se imponen sobre la autonomía contractual, por cuanto los actores dentro de cada sociedad verán limitada su libertad de pactar las operaciones que tengan por conveniente (asumiendo un interés legítimo en las mismas).

Para evitar las injerencias excesivas en la autonomía contractual, la rigidez de la norma motiva una interpretación restrictiva. Desde este punto de vista, la finalidad de la asistencia juega un papel fundamental en la decisión: si esta no existe o no es esencial, no puede decirse que se incurra en la prohibición¹⁰⁴ (como de hecho dispone el art 678.2 *Companies Act 2006*). Asimismo, la interpretación restrictiva permite no restringir en exceso aquellos casos en los que no existen verdaderamente riesgos para ninguno de los intereses tutelados, es decir, cuando no haya peligro para la solvencia de la sociedad, y se respeten las normas de capital social y el principio de igualdad de trato entre socios¹⁰⁵. Pese a ello, son numerosas las reclamaciones de flexibilización de la ley española para adecuarla al marco de la directiva europea de 2006.

4.1.3. *Perspectiva de derecho económico: eficiencia y protección de intereses*

Desde la perspectiva del derecho económico, la regulación de asistencia financiera lleva aparejada ponderar el alcance de la protección de intereses particulares frente a los intereses del mercado. La rigidez de la prohibición española presenta una barrera en las dinámicas del mercado, al dificultar operaciones que, como mencionábamos anteriormente, resultarían en una mayor eficiencia de los recursos empresariales. En este sentido, algunos autores plantean la posibilidad de sustituir la prohibición absoluta por un régimen de control *ex post* basado en la transparencia, la rendición de cuentas y la protección de acreedores y socios minoritarios.

¹⁰⁴ Bonmatí Collado, P. y de Benito Lobo, L. “Novedades en materia de asistencia financiera: STS 582/2023, de 20 de abril, y modalidades de asistencia financiera prohibidas”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n. 62, octubre 2023, p. 114.

¹⁰⁵ Alfaro, 2017.

Pese a ello, esta regulación sigue siendo necesario, ya que con ella se evita la ejecución de operaciones en las que se comprometa la viabilidad de la sociedad asistente, trasladando los riesgos a terceros externos a la decisión (como son los trabajadores, acreedores, etc.).

Con todo, la cuestión fundamental sería llegar a un equilibrio entre diseñar una estructura de financiación más elaborada, gracias a la asistencia financiera, y garantizar que no se comprometa con ello la viabilidad económica de la sociedad asistente.

4.2. Propuesta de mejora e impacto en la práctica mercantil

Frente a la evolución general en el resto de Europa, la regulación española sobre la asistencia financiera, especialmente en el marco de las operaciones de compra apalancada, mantiene un rígido régimen de prohibición. En las últimas dos décadas, son numerosos los Estados miembros que adoptan modelos más flexibles, gracias a la trasposición de la Directiva 2006/68/CE. No obstante, el legislador español sigue siendo conservadora y desaprovecha el margen de actuación que el Derecho comunitario otorga al regular la prohibición.

4.2.1. Propuesta de reforma: hacia una flexibilización responsable

Entender bien el régimen aplicable en España y contextualizarlo dentro del análisis comparado es una pieza clave para poder entender las ventajas y deficiencias de nuestro sistema, y poder proponer alternativas al mismo.

Está claro que, en vista de las observaciones hechas hasta el momento, es clave proceder a la reinterpretación del principio de prohibición, de manera que este se aborde no como una interdicción absoluta (con mínimas excepciones) sino como un supuesto de admisibilidad sujeta a determinados límites, como es el caso de las sociedades anónimas/públicas en Italia y Reino Unido. Esta reinterpretación sería perfectamente viable si se traspusiese la directiva europea, manteniéndose en cualquier caso la razón de ser de la norma a través de las garantías de protección de los intereses originalmente tutelados (i.e. de los acreedores, socios minoritarios, integridad del patrimonio social...). La modificación del enfoque actual en este contexto permitiría evitar la interpretación restrictiva de la ley. Las operaciones de asistencia serían perfectamente viables y seguras, en ausencia de cualquier riesgo para los intereses tutelados.

Como hemos visto, el sistema comunitario asegura la protección de estos intereses a través de la justificación de unas condiciones de forma y fondo, de forma similar a como se traducen en el artículo 42 RDLME. En particular, resultaría interesante que esto se tradujese en España con la realización de un informe justificado que demuestre la transparencia en la operación, y

siempre que se actúe en interés de la sociedad y en condiciones de mercado, protegiendo la sociedad con los límites cuantitativos y de la reserva.

Por otra parte, podría plantearse la adopción de un sistema considerable más flexible basado en el régimen estadounidense. Para que ello pudiese llegar a ser posible habría que tratar cuestiones bien distintas. Recordemos que este sistema se basa en las normas de derecho concursal y de responsabilidad de los administradores. Pues bien, siguiendo este modelo, sería necesario revisar meticulosamente nuestra normativa al respecto, de manera que el examen *ex post* pueda ser realmente eficiente sin dejar escapar operaciones que puedan amenazar los intereses tutelados.

De cualquiera de las maneras, es evidente que la flexibilización del sistema ha de darse tanto para las sociedades anónimas como limitadas. En la mayoría de países europeos, las sociedades de responsabilidad limitada han dejado de estar sujetas a esta prohibición, alienándose en mayor medida con la directiva de 2006. En Reino Unido por ejemplo se excluyó expresamente a las sociedades privadas del régimen restrictivo, confiando en la protección que ya ofrece el derecho concursal y otras ramas normativas¹⁰⁶. Determinados autores insisten razonadamente en que el derecho societario debe facilitar los negocios legítimos y no paralizarlos por preocupaciones desproporcionadas sobre posibles abusos.

4.2.2. *Impacto normativo y económico*

Independientemente de la manera en que se proceda, adoptar un modelo flexible de asistencia financiera tendría un efecto directo en la competitividad del mercado transaccional español, en especial respecto de las LBOs. En la práctica, nuestra prohibición actual supone una barrera normativa con la que se desincentiva la ejecución de este tipo de operaciones, desplazando la práctica mercantil hacia jurisdicciones más flexibles y por ende permisivas.

Como advierte la doctrina (Perdices Huetos y Paz-Ares, p. 33), el marco normativo actual genera inseguridad jurídica incluso para operaciones en principio inofensivas, cuya ilicitud no deriva de un riesgo real sino de una concepción rígida de la asistencia financiera fruto de la redacción legal. Esto no solo dificulta la práctica profesional, sino que reduce el atractivo de España como plaza para inversiones estructuradas.

La viabilidad jurídica de la reforma de asistencia financiera es clara, ya que la norma comunitaria no impone una prohibición rígida, sino que deja margen a los Estados miembros

¹⁰⁶ Hellinx, p. 1051.

para que establezcan sus propios sistemas de autorización sujeta a condiciones. Desde una perspectiva económica, una mayor seguridad jurídica en torno a las operaciones de compra apalancada podría dinamizar el mercado nacional de capitales, facilitando un mayor acceso a financiación estructurada. Todo ello permitiría que el mercado español compita en igualdad de condiciones con el resto de Europa.

En definitiva, una regulación más flexible y matizada permitiría equilibrar el binomio protección-interés general, superando una prohibición rígida que, lejos de proteger, puede perjudicar tanto a las sociedades como al mercado en su conjunto.

5. CONCLUSIONES

La asistencia financiera, en cuanto ayuda financiera prestada por una sociedad para facilitar a un tercero la adquisición de sus propias acciones o participaciones o aquella de su sociedad matriz u otra del grupo, constituye una pieza central en la estructura de las LBOs. En este tipo de operaciones, donde el apalancamiento financiero se apoya en los recursos de la sociedad adquirida (la *target*), el uso de sus activos como fuente de pago o garantía se vuelve casi inevitable. No obstante, en el sistema jurídico español, esta práctica se encuentra prohibida por los artículos 143 y 150 de la Ley de Sociedades de Capital, configurando uno de los regímenes más estrictos de Europa.

La finalidad de esta prohibición se centra en proteger la integridad patrimonial de la sociedad, y por ende a los socios y los acreedores, evitar abusos por los administradores e impedir la manipulación de la transparencia del mercado. La normativa busca impedir que la sociedad juegue un rol pasivo en su propia adquisición, comprometiendo sus recursos sin obtener un beneficio económico real. En el contexto de las compras apalancadas, esto limita significativamente las posibilidades de estructuración financiera, obligando a acudir a vías indirectas o más complejas como las fusiones apalancadas permitidas bajo el art. 42 RDLME.

Comparado con otros sistemas, el modelo español muestra una importante reticencia a posibles flexibilizaciones. Frente a ello, el Derecho inglés e italiano permiten la asistencia financiera bajo ciertos requisitos como son la autorización de la junta, la existencia de reservas suficientes o la elaboración de informes de solvencia e interés social. Más aún, en EE. UU. no existe una prohibición expresa: permite asistir financieramente siempre que no vulnere normas de insolvencia o fraude a acreedores, confiando en mecanismos *ex post* y en la responsabilidad fiduciaria de los administradores. Este enfoque permite mayor fluidez operativa sin renunciar a la protección de intereses esenciales.

Las implicaciones de esta diferencia son evidentes. España presenta un marco legal rígido que puede disuadir la ejecución de LBOs en su territorio, favoreciendo su desplazamiento a jurisdicciones más permisivas. En un entorno globalizado, esta desventaja normativa repercute negativamente en la competitividad del mercado español, particularmente en el ámbito del *private equity* y las adquisiciones estratégicas. Por ello, es necesario repensar el marco de la asistencia financiera, orientándose hacia una regulación más equilibrada que combine garantías suficientes con mayor flexibilidad operativa, al estilo de los modelos europeos armonizados con la Directiva 2006/68/CE.

6. BIBLIOGRAFÍA

6.1. Legislación española.

Constitución Española (BOE 29 de diciembre de 1978)

Directiva 2006/68/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de septiembre de 2006, por la que se modifica la Directiva 77/91/CEE del Consejo en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital.

Ley 1/2010, de 2 de julio, de Sociedades de Capital (BOE 3 de julio de 2010).

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

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

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

Segunda Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados Miembros a las sociedades, definidas en el párrafo segundo del artículo 58 del Tratado, con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital

6.2. Legislación extranjera.

Codice Civile, Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 262.

Companies Act 1948.

Companies Act 2006, c. 46.

Decreto Legislativo 4 agosto 2008, n. 142.

6.3. Jurisprudencia.

Auto de la Audiencia Provincial de Madrid núm. 1003/2007, de 9 de enero [versión electrónica - base de datos CENDOJ ECLI:ES:APM:2007:1003A]. Fecha de la última consulta: 7 de marzo de 2025.

Sentencia de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo núm. 190/2025, de 6 de febrero [versión electrónica - base de datos Lefebvre, ECLI: ES:TS:2025:547]. Fecha de la última consulta: 8 de marzo de 2025.

Sentencia de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo núm. 472/2010, de 20 de julio [versión electrónica - base de datos Lefebvre, ECLI: ES:TS:2010:4621]. Fecha de la última consulta: 12 de marzo de 2025.

Sentencia de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo núm. 1592/2023, de 24 de abril [versión electrónica - base de datos CENDOJ, ECLI:ES:TS:2023:1592]. Fecha de la última consulta: 18 de marzo de 2025.

Sentencia de la Audiencia Provincial de Asturias núm. 242/2016, de 29 de julio [versión electrónica - base de datos Lefebvre, ES:APO:2016:2462]. Fecha de la última consulta: 8 de marzo de 2025.

6.4. Doctrina

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

Bayona Giménez, R. (2002). *La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Aranzadi, 2002.

Bolívar Tejedo, M. y Rocabert Cruz, M. “Asistencia financiera: estado de la cuestión, breve análisis del derecho comparado y tratamiento en grupos internacionales de sociedades”, en Ortega Burgos, E. y Pastor Ruiz, F. (dirs.), *Derecho Mercantil 2023*, Editorial Tirant lo Blanch, Valencia, 2023, pp. 371-385 [versión en línea].

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

- Carrasco Perera, A., Erlaiz Coteló, I., y Rentería Tazo, A. “La adquisición con asistencia financiera” en Álvarez Arjona, J.M. y Carrasco Perera, A. (dirs.), *Adquisiciones de empresas* (5ª ed.). Editorial Aranzadi, 2019, pp. 591-624. [versión en línea]
- Carretero Pires, A. *Operaciones de compra apalancada de empresas y la creación de valor. El impacto de la estructura financiera*. Universidad Rey Juan Carlos, Madrid, 2017.
- De Vivero de Porras, C. “La prohibición de asistencia financiera en las sociedades de capital: su incumplimiento a la luz de la actual jurisprudencia en España”, *Derecho & Sociedad*, n. 63, 2024, pp. 259-273.
- Diamond, S. C. *Leveraged buyouts*. Homewood, IL: Dow Jones-Irwin, 1985.
- Erlaiz Coteló, I. “Financiación de las adquisiciones” en Álvarez Arjona, J.M. y Carrasco Perera, A. (dirs.), *Adquisiciones de empresas* (5ª ed.). Editorial Aranzadi, 2019, pp. 625-680. [versión en línea].
- Fanner, C., Lombers, M., y Shaw, M. *Leveraged buyouts*, Practical Law, 2007. [versión en línea].
- Fernández de la Gándara, “Transmisión, derechos y negocios sobre las acciones” en *Derecho de sociedades*, Editorial Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, pp. 495-576. [versión en línea].
- Fernández Fernández, M. C. “La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones como obstáculo a ciertas compras apalancadas de empresas, o leveraged buy-outs”, *Revista de Derecho Mercantil*, n. 232, 1999, pp. 577-644. [versión en línea].
- Fortunato, S. “Anticipazioni, prestiti o garanzie per l'acquisto di azioni propri” en Buttaro, L. y Patroni Griffi, A., *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, Giuffrè, Milano, 1984, pp. 427-461.
- Hellinx, E. “Are Sinners Lending to Sinners? Financial Assistance in Belgium and the UK-An Elegy”, *TRV/RPS*, vol. 2016, no 8, 2016, p. 1041-1074.
- Jiménez López, L. y Daza González, P. “La fusión apalancada como negocio que purga la prohibición de asistencia financiera”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n. 62, octubre 2023, pp. 36-51.

- Manzano Frías, M. C. La evolución de las operaciones de *Leveraged Buy Out* y su financiación: Posibles implicaciones para la estabilidad financiera. *Revista de Estabilidad Financiera*, n. 13, 2007, pp. 33-52.
- Mullerat Balmaña, R. M. “Management and leveraged buy-outs (adquisición de sociedades por sus propios directivos). Aspectos jurídicos”, *Revista Jurídica de Catalunya*, vol. 90, n. 2, 1991, pp. 337-358.
- Paolini, A. y Poli, T.N. “Assistenza finanziaria e operazioni «baciare»”, *Quaderni giuridici no. 30*, 2024.
- Paz-Ares, C. y Perdices Huetos, A. “Los negocios sobre las propias acciones (art. 74-89 de la Ley de Sociedades Anónimas)” en Uría, R., Menéndez, A. y Olivencia, M. (dirs.) *Comentarios al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Civitas, tomo IV, vol. 2ºB, 2003, pp. 401-494. [versión en línea].
- Perdices Huetos, A. “Asistencia financiera y compra de empresa” en Sebastián Quetglas, R. (dir.) y Jordano Luna, M. (coord.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2.ª ed., Wolters Kluwer, Madrid, 2019, pp. 307–338.
- Pérez López, A., Contreras Bernier, B. y Álvarez Couso, I., “La financiación de la adquisición de empresas. Financiación bancaria y vía mercado de capitales” en Sebastián Quetglas, R. (dir.) y Jordano Luna, M. (coord.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2.ª ed., Wolters Kluwer, Madrid, 2019, pp. 140-184.
- Serrano Acitores, A., “La financiación de los LBOs”, en Alonso Ureba, A. y Guerra Martín, G. (pról.), *«Leveraged buyouts»: el sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo*, 1.ª ed., Editorial Aranzadi, 2013. [versión en línea].
- Sullivan, J. M. “United States financial assistance. International Bar Association. Corporate and M&A Law Committee”, *Financial assistance guide*, New York, 2013-2016.
- Torres Morales, E. “La prohibición de asistencia financiera en las sociedades de capital. Una interpretación flexibilizadora”, *El notario del siglo XXI: revista del Colegio Notarial de Madrid*, n. 112, 2023, pp. 42-47. [versión en línea].
- Vaquerizo Alonso, A. (2003). *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias* (1ª ed.). Editorial Civitas. [versión en línea].

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

Vives Ruiz, F. y López-Jorrín Hernández, Á., “Las fusiones apalancadas (art. 35 de la Ley sobre modificaciones estructurales)” en Sebastián Quetglas, R. (dir.) y Jordano Luna, M. (coord.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2.^a ed., Wolters Kluwer, Madrid, 2019, pp.753-783.

Wilhelm, C. and McDonell, M., *Baker McKenzie's Global LBO Guide*, 2015, pp. 439-459.

6.5. Referencias de internet.

Alfaro, J. “Las compras apalancadas o leveraged buy-out (LBO)”, *Almacén de Derecho*, 25 de octubre de 2021 (disponible en <https://almacenederecho.org/las-compras-apalancadas-o-leveraged-buy-out-lbo>; última consulta 15/02/2025).

Alfaro, J. “Lecciones: Asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones propias”, *Almacén de Derecho*, 13 de enero de 2017 (disponible en <https://almacenederecho.org/lecciones-asistencia-financiera-la-adquisicion-acciones-participacionees-propias>; última consulta 15/02/2025).

Carr, E. (2023). The new LBO market: It's gone private. *Financial Times*. (disponible en <https://www.ft.com/content/0758d47f-ed50-47b5-bea1-20946271bc6a>; última consulta 25/02/2025).

Cherif, K., Zuidweg, A., y Liu, J. *Compras apalancadas: Material educativo sobre los mercados privados*. Chief Investment Office GWM, Investment Research, UBS Switzerland AG & UBS Financial Services Inc., 2023 (disponible en <https://www.ubs.com/global/es/wealthmanagement/latamaccess/market-updates/articles/private-markets-leveraged-buyout.html#strategy>; última consulta 20/02/2025).

Department of Trade and Industry, “Explanatory notes on section 678 of Companies Act 2006”, section 989 (disponible en <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/notes>; última consulta 22/05/2025).

EY, “Cómo evolucionó el mercado de M&A tras la pandemia tanto a nivel global como en América Latina”, *EY Comunicado de prensa*, Buenos Aires, 2 de julio de 2024

(disponible en https://www.ey.com/es_ar/newsroom/2024/07/evolucion-ma-tras-pandemia; última consulta 03/03/2025).

Fernandez, G., “Il leveraged buy out ed il divieto di assistenza finanziaria nelle società di capitali”, *Giustizia civile.com*, Giuffrè, 15 maggio 2014. (disponible en https://www.notaiofernandez.it/wp-content/uploads/2020/01/Giustizia_civile_2014_Il_leveraged_buy_out_ed_il_divieto_di_assistenza_finanziaria_nelle_societa_di_capitali.pdf; última consulta 20/03/2025).

Fernando, J. “Internal Rate of Return (IRR): Formula and Examples”, *Investopedia*, 24 de junio de 2024 (disponible en <https://www.investopedia.com/terms/i/irr.asp>; última consulta 28/02/2025).

López de Alcázar, J., “El mercado de Fusiones y Adquisiciones en España. Evolución y perspectivas para el 2024”, *EY España*, 2 de enero de 2024 (disponible en https://www.ey.com/es_es/espana-2024/grandes-tendencias-a-corto-plazo/el-mercado-de-fusiones-y-adquisiciones-en-espana; última consulta 16/03/2025).

Mariño Pardo, F. “La prohibición de asistencia financiera en la adquisición de acciones o participaciones propias: el caso en que se garantiza al adquirente el valor de las acciones adquiridas durante un plazo. La Sentencia del Tribunal Supremo de 20 de abril de 2023”, *Iuris Prudente*, 24 de mayo de 2023 (disponible en <https://www.iurisprudente.com/2023/05/la-prohibicion-de-asistencia-financiera.html>; última consulta 18/03/2025).

6.6. Fuentes numéricas.

S&P Capital IQ. *Transactions: New Screen – Screening Criteria for M&A transactions in Spain, USA and Europe (2000-2025)*, S&P Global, 2025. Consultado el 10 de marzo de 2025. [Base de datos].