



FACULTAD DE DERECHO

LA PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA DE LA LSC EN EL MARCO DE OPERACIONES INTERNACIONALES

Análisis comparado, conveniencia y problemática de ley
aplicable

Autor: Lorenzo de Benito Lobo

5º E-3 A

Derecho Mercantil

Tutor: Dr. Bruno Martín Baumeister

Madrid
Abril, 2018

RESUMEN

El presente trabajo abarca el estudio de la prohibición de asistencia financiera contenida en la Ley de Sociedades de Capital española en el marco de las operaciones de adquisición apalancada de empresas con un componente internacional. Partimos de una aproximación conceptual a las adquisiciones apalancadas y sus principales protagonistas, las entidades de capital riesgo. Seguidamente analizamos la prohibición de asistencia financiera en el derecho de sociedades español, las cuestiones principales que surgen al respecto y la conveniencia, desde un punto de vista económico y funcional, de una prohibición tan intransigente como la española, especialmente si tenemos en cuenta la legislación de otros Estados miembros de la Unión Europea con los que compartimos un mercado común. A este respecto estudiamos también la legislación sobre asistencia financiera de algunas de las principales plazas económicas mundiales, que constituyen el foco de actividad del capital riesgo global. Ello nos permite determinar la existencia de asimetrías regulatorias que suelen dar lugar a problemas a la hora de seleccionar el derecho aplicable de una operación, concretamente en el diseño de los paquetes de garantías para los préstamos con los que se financian las adquisiciones cuando sociedades filiales y matriz no ostentan la misma nacionalidad. Por último, teniendo en cuenta todo lo estudiado a lo largo del trabajo, se realiza una propuesta de regulación deseable de la cuestión, en el ámbito normativo de la Unión Europea.

Palabras clave

Adquisición apalancada, asistencia financiera, capital riesgo, fusiones y adquisiciones, problemática de ley aplicable, negocios sobre las propias acciones

ABSTRACT

The current dissertation covers the study of the prohibition of financial assistance contained in the Spanish Companies Act in the frame of international leveraged buyouts. We start with a conceptual approach of leveraged buyouts and its main characters, private equity firms. An analysis of the prohibition of financial assistance under Spanish company law, the main questions that arise and its convenience, from an economic and functional point of view, of such an intransigent prohibition, especially if we take into account other Member States with whom we share a common market will follow. In this regard we also study the regulation of financial assistance in some of the main global economic centers, which constitute the focus of activity of international private equity firms. This allows us to determine the existence of regulatory asymmetries that often lead to problems at the time of selecting the applicable law to a transaction, specifically in the design of security packages for the loans that are used to finance the acquisitions when subsidiary companies and its parent do not hold the same nationality. Finally, based on everything studied throughout this project, we propose a desirable regulation of this matter under European Union law.

Keywords

Leveraged buyouts, financial assistance, private equity, mergers & acquisitions, applicable law issues, transactions in own shares

Índice

1. Introducción	1
2. Las adquisiciones apalancadas (LBO): concepto y orígenes, tipología y racional económico	3
2.1 Concepto y orígenes.....	3
2.2 Tipología de LBOs.....	9
2.3 Estructura típica de las adquisiciones apalancadas.....	10
2.4 Racional económico.....	13
3. Regulación de la asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas	16
3.1 Asistencia financiera en España: regulación y cuestiones principales	17
3.2 Valoración de la regulación desde la perspectiva del análisis económico del Derecho.....	22
3.3 La regulación de la asistencia financiera en el Derecho Comparado	30
4. La problemática de la aplicación de la norma en España en el caso de que la sociedad adquirente sea extranjera	35
4.1 Planteamiento del problema.....	35
4.2 Análisis jurídico del problema y posibles soluciones	36
4.3 Solución preferida.....	42
5. Propuesta para una regulación deseable de la cuestión. Especial mención a la modificación de la normativa europea	44
6. Conclusiones	49
7. Bibliografía y otras fuentes consultadas	52
7.1 Referencias doctrinales y otras fuentes bibliográficas	52
7.2 Legislación nacional y comparada.....	60
7.3 Jurisprudencia	62

1. INTRODUCCIÓN

Los actuales niveles de integración económica que se están dando a nivel global y, de manera particular, en la Unión Europea, hacen que no sólo el comercio internacional de bienes y servicios, sino también las operaciones corporativas transnacionales, sean en forma de adquisición directa de acciones o activos, de fusión o de absorción, se multipliquen y crezcan incluso de manera exponencial. Todo ello genera multitud de problemas jurídicos debido a la disparidad en las normas de derecho societario, fiscal o administrativo de los distintos estados afectados.

La Unión Europea, bajo los principios de libertad de establecimiento (art. 49 Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea -TFUE-) y de circulación de mercancías, personas, servicios y capitales (art. 26 TFUE) ha llevado a cabo esfuerzos desde su creación para armonizar la legislación de sus Estados miembros y minimizar el impacto de estos problemas. Sin embargo, queda mucho por hacer en estas cuestiones, y creemos que este trabajo es una buena muestra de ello, pues aborda el tema de la ley aplicable a los negocios de asistencia financiera en caso de operaciones de fusiones y adquisiciones con componente transnacional. Este tema a buen seguro no resulta extraño para aquellos abogados que hayan participado en operaciones de adquisición de empresas, ya que es probable que tuvieran problemas para determinar si, por ejemplo, las decisiones corporativas que constituyen garantías reales o personales que prestan unas sociedades filiales españolas de una matriz extranjera para la adquisición de ésta última deben evaluarse bajo el paraguas de la legislación de las filiales o de su matriz. La relevancia de esta decisión implicará que dichos actos puedan llegar a ser considerados nulos de pleno derecho o no. La prohibición de asistencia financiera no se encuentra ni mucho menos armonizada en las distintas legislaciones societarias de los Estados miembros de la Unión, pese a las muy frecuentes adquisiciones por parte de fondos de capital riesgo de compañías que cuentan con filiales en distintas jurisdicciones.

Para analizar la cuestión, el trabajo se va a dividir en cuatro apartados, obviamente muy interrelacionados entre sí. Comenzaremos con una aproximación conceptual a las adquisiciones apalancadas y a los operadores de capital riesgo que generalmente las llevan a cabo. Seguidamente presentaremos la regulación de asistencia financiera española y realizaremos una primera valoración desde la perspectiva del análisis

económico del Derecho, para después analizar la regulación de la misma cuestión en las principales jurisdicciones de nuestro entorno. En tercer lugar, presentaremos la problemática de derecho aplicable que puede surgir en operaciones transnacionales a través de un caso práctico y analizaremos la validez de las dos principales soluciones que existen para el mismo, inspirados por las normas de Derecho Internacional Privado: o bien el derecho aplicable es el de la sociedad matriz, que está domiciliada en una de las jurisdicciones con una regulación más laxa de la prohibición de asistencia financiera (en muchos casos inexistente) o bien la norma aplicable es la del estado en el que está domiciliada la filial y, en nuestro caso, los actos serían nulos por contravención de la normativa más restrictiva de dicho estado. Optando por esta segunda opción nos posicionamos contra la doctrina mayoritaria, ya que creemos que la argumentación seguida por éstos últimos no es plenamente satisfactoria y existen argumentos jurídicos para decantarse por otra solución.

Por último, y con base en las conclusiones que se han ido obteniendo a lo largo del trabajo, se realizará una propuesta de mejora de la más reciente regulación europea de la cuestión, que puede estructurarse en dos alternativas: o bien se opta por desarrollar un reglamento de ley aplicable a cuestiones de derecho de sociedades, o bien se cambia la actual regulación de la cuestión de asistencia financiera en las directivas europeas para armonizar de manera consistente los distintos derechos nacionales de los Estados miembros y minimizar las actuales asimetrías.

A la vista de lo expuesto, los objetivos de este trabajo pueden resumirse en dos; uno puramente descriptivo, que es el análisis de la existencia o no de asistencia financiera prohibida en el marco de operaciones en las que hay más de una jurisdicción involucrada, y otro normativo, con la inclusión de una serie de recomendaciones para garantizar una regulación lo más eficiente de la cuestión.

Desde un punto de vista metodológico, se va a proceder a realizar un análisis de la literatura existente en materia de derecho de sociedades español, así como en materia de análisis económico del Derecho. También utilizaremos la metodología de caso de estudio para ejemplificar lo analizado y llegar a soluciones lo más tangibles posibles.

2. LAS ADQUISICIONES APALANCADAS (LBO): CONCEPTO Y ORÍGENES, TIPOLOGÍA Y RACIONAL ECONÓMICO

En este capítulo vamos a presentar el concepto de adquisiciones apalancadas (*leveraged buyouts* o LBOs) junto con su origen histórico, la tipología existente en el mercado europeo actual y el racional económico que subyace en este tipo de operaciones, que será importante tener en cuenta en los sucesivos apartados.

2.1 Concepto y orígenes

No existe una definición canónica de las operaciones de adquisición apalancadas o LBOs. Algunos autores¹ indican que el término LBO no se refiere a una sola operación, sino a un complejo entramado de operaciones interconectadas unas con otras con un objetivo común, que no es otro que la adquisición de una compañía (la sociedad *target*) utilizando una sociedad constituida para estos efectos (sociedad vehículo²) que financiará dicha adquisición no a través de capital propio (*equity*) sino mediante el uso de deuda financiera obtenida de terceros, generalmente bancos u otras instituciones financieras, cuyo monto total suele representar entre el 60 y el 90% de la operación. Otros³, por el contrario, conciben las LBOs como una sola operación en la que el adquirente utiliza gran parte de recursos financieros provenientes de terceros para adquirir una compañía que, a través del rendimiento económico que ésta genere, repagará la deuda en el horizonte temporal planeado.

Tal y como se remarca desde el punto de vista académico financiero⁴, hay que hacer especial incidencia en el elemento subjetivo de este tipo de operaciones, ya que es común

¹ CHIAULA, G., “Il leveraged buy-out: disciplina e analisi della contrattualistica LMA per il leveraged financing”. *Tesis Doctoral LUISS Guido Carli*, 2017, pp. 5-7.

² También es corriente la denominación de NewCo para esta sociedad vehículo en la práctica jurídica internacional.

³ HERNÁNDEZ BENGUA, A., RUIZ-GALLARDÓN, A., “Leveraged buyouts”. En SAAVEDRA ORTIZ, J. J., SERRANO ACITORES, A. (Dir.) *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*. Editorial Bosch, Barcelona, 2011, pp. 195-225.

⁴ KAPLAN, S. N., STROMBERG, P., “Leveraged buyouts and private equity.” *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, no 1, 2009, pp. 121-46.

que detrás de la sociedad vehículo haya una firma de capital de inversión, de capital privado o de capital riesgo (en adelante, usaremos la terminología anglosajona de *private equity*). Las firmas de *private equity* se organizan generalmente a través de *partnerships* o sociedades de responsabilidad limitada (*limited liability corporation*). Algunas de ellas, como la firma norteamericana KKR han salido a Bolsa y cotizan en plazas financieras como la New York Stock Exchange (NYSE). El funcionamiento básico de las firmas de capital de inversión es descrito por los mismos autores, y podría resumirse en que la captación de capital se produce a través de fondos de tipología *closed-end*, es decir, con un número limitado de acciones o unidades, fijados a priori y en los que una vez terminada la captación de capital inicial no puede aceptar nuevas inversiones. Entre los partícipes de este tipo de fondos se encuentran inversores institucionales como bancos y otras entidades de crédito, fondos públicos o privados de pensiones e individuos con gran poder adquisitivo, que son denominados *limited partners*. A ellos se les suma los responsables del fondo, *general partners*, que aportan también una cierta cantidad de la cuantía total. Estos fondos de capital suelen tener una vida limitada, alrededor de diez años en media, que se reparten en dos fases. En la primera de ellas se procede a seleccionar las compañías a cuya adquisición (total o parcial) se va a dedicar el dinero invertido, y en la segunda se recaudan los beneficios económicos que esta inversión va produciendo, hasta la desinversión total y la devolución a los partícipes de las cantidades aportadas y el beneficio generado.

Concretamente en España, siguiendo la Ley 22/2014 de entidades de capital riesgo, las principales estructuras que utilizan las entidades de *private equity* son: Fondos de Capital Riesgo, Sociedades de Capital Riesgo, Fondos de Capital riesgo PYME (pequeña y mediana empresa) y Sociedades de Capital riesgo PYME⁵. La principal característica de los fondos es que son patrimonios separados que carecen de personalidad jurídica y están gestionados por un tercero que ejerce de administrador, normalmente una sociedad gestora, y por tanto estos fondos no necesitan estar registrados en el Registro Mercantil⁶. Asimismo, se requiere un mínimo de 1.650.000 euros de activos dependientes del fondo

⁵ APARICIO GONZÁLEZ, M., “Nuevo régimen de las entidades de capital-riesgo (Ley 22/2014).” Publicaciones de Gómez Acebo & Pombo. Noviembre 2014. [Consultado 8/3/2018 Disponible en: <http://www.gomezacebo-pombo.com/media/k2/attachments/nuevo-regimen-de-las-entidades-de-capital-riesgo-ley-22-2014.pdf>] pp. 1-5.

⁶ Aunque carezcan de personalidad jurídica propia, los partícipes de los fondos, esto es, los inversores, sólo responden de las deudas del fondo hasta el límite de sus aportaciones. Además, el fondo no responde de la deuda de su sociedad gestora o de los partícipes del mismo.

principal o relevante. Las sociedades de capital riesgo, por su parte, sí tienen personalidad jurídica propia y el capital social mínimo es menor, 1.200.000 euros o 900.000 euros si tiene consideración de Sociedad de Capital Riesgo PYME. Las aportaciones del capital social deben llevarse a cabo en un 50% en el momento de constitución de la sociedad, teniendo hasta tres años para completar la aportación de capital social mínima. Para ser considerados como inversoras en PYMES, los fondos o sociedades deben tener como actividad u objeto social reflejado en los estatutos sociales la inversión en PYMES, invertir al menos el 75% de sus activos en instrumentos financieros de PYMES y dedicar hasta el 40% de sus activos a la inversión en una sola sociedad o grupo de sociedades⁷.

Las sociedades *target* poseen una serie de características típicas o comunes a todas ellas dado que en general su rendimiento económico en los años posteriores a la adquisición tiene que ser suficiente para repagar la deuda contraída para su compra⁸:

- Consolidación en el mercado en el que operan y de la cartera de productos o servicios que se ofrecen, con un historial de crecimiento histórico sólido.
- Potencial de crecimiento del negocio, con márgenes previsible, y de mejora de la gestión⁹.
- Niveles de endeudamiento en base bajo, dado que en última instancia debe ser la sociedad *target* la responsable de la deuda de adquisición.
- Flujos de caja libres constantes, suficientes para hacer frente al pago de los intereses y el principal.

Pueden distinguirse varias etapas en la historia de las entidades de private equity y las adquisiciones apalancadas¹⁰, desde los orígenes en el periodo de la posguerra y hasta 1981, hasta lo que él identifica como tres periodos sucesivos entre 1982 y 2007 (1982-1992; 1992-2003; 2003-2007) al que deberíamos sumar el periodo posterior a la Gran Recesión de 2008, que va desde 2010 hasta nuestros días.

En el periodo 1946-1981 destaca la constitución de dos firmas que podrían considerarse como precursoras del *private equity*, ambas en Estados Unidos: la American Research &

⁷ Esto supone elevar los límites, que generalmente oscilan entre el 25% y el 35% para los fondos o sociedades de capital riesgo.

⁸ HERNANDEZ BENGOA y RUIZ GALLARDÓN “Leveraged buyouts.” *op. cit.* p. 203.

⁹ Una parte importante de las operaciones de adquisición apalancada conlleva la salida del anterior equipo gestor y la imposición, por parte de la firma, de un equipo de su confianza.

¹⁰ SERRANO ACITORES, A., *Leveraged buyouts: El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo*. Monografía núm. 40. Revista de Derecho de Sociedades, Thomson Reuters Aranzadi, Pamplona, 2013. Págs. 43-81.

Development Corporation, orientada a apoyar a los soldados que volvían de los distintos frentes de la Segunda Guerra Mundial, y J.H. Whitney & Company, cuya principal inversión en esos momentos, la Florida Foods Corporation, más tarde Minute Maid, fue vendida en 1960 a The Coca Cola Company. Todo ello en un contexto en el que la Glass-Steagall Act limitaba las actividades de la banca de inversión tal y como las entendemos a día de hoy. También en esta época nacen las primeras firmas de *venture capital* o de capital riesgo como Sequoia Capital, que tuvieron un impacto definitivo en la consolidación de Silicon Valley como foco tecnológico mundial, mediante la inversión en compañías tecnológicas de reducida dimensión.

Concretamente, los orígenes de las adquisiciones apalancadas o LBOs pueden trazarse en la compra, en 1955, de Waterman Steamship Corporation y su subsidiaria la Pan-Atlantic Steamship Company¹¹. En dicha operación el holding McLean Industries Inc., creada para dicha operación utilizó 42 millones de dólares de deuda contraída con el National City Bank y 7 millones de dólares en acciones preferentes para financiar la citada compra. Una vez el negocio se cerró, parte de la caja disponible en balance de Waterman (cerca de 20 millones de dólares) se utilizaría para pagar la mitad del préstamo, y se autorizó el reparto de dividendos de la citada compañía por valor de otros 25 millones de dólares.

En el periodo de 1982 a 1992 comienzan a generalizarse las LBOs, con más de 2000 operaciones valoradas en más de 250 millones de dólares. Es en este periodo cuando surgen algunas de las firmas de *private equity* más famosas en la actualidad, como Bain Capital, Blackstone o The Carlyle Group. A este periodo corresponde también una de las operaciones de adquisición apalancada más icónicas de la historia, la compra en el último trimestre de 1988 de la compañía de tabaco y alimentación RJR Nabisco por parte de la firma de *private equity* KKR¹² y que, con un valor cercano a los 25.000 millones de dólares (109 dólares por acción) se erigió como la compra apalancada más cara hasta ese momento. Tras esta operación se observa una cierta fatiga en el mercado de compras apalancadas hasta la siguiente etapa.

¹¹ LEVINSON, M., *The Box. How the Shipping Container Made the World Smaller and the World Economy Bigger*. Princeton University Press, Nueva Jersey, 2006. Págs. 58-62.

¹² BURROUGH, B., HELYAR, J., *Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco* Ed. Harper Collins, Nueva York, 2008.

De 1992 a 2003, coincidiendo con la llamada “burbuja de las puntocom” se da un periodo de “exuberancia irracional”^{13,14} en el que las firmas de *private equity* en general y de *venture capital* en particular participaron de forma activa en compañías que después saldrían a bolsa en medio del auge, como amazon.com, e-Bay o Yahoo!. Tras el estallido de la burbuja en el año 2000, las valoraciones de dichas empresas y sus pares disminuyeron y se produjeron dotaciones de pérdidas millonarias que acabarían eventualmente con la destrucción de muchos fondos de *private equity*, como Hicks Muse Tate & Furst o Forstmann Littel & Company.

La entrada en vigor de la Sarbanes-Oxley Act, de reforma contable y protección de inversores de sociedades cotizadas supuso un incremento en costes tal¹⁵ que sin duda propició que en el periodo 2003-2007 se tomara la decisión de sacar de cotización¹⁶ varias sociedades¹⁷, en muchos casos a través de compras por parte de firmas de *private equity*, como la compra de Toys “R” us por un consorcio liderado por Bain Capital en 2005, o del fabricante automovilístico Chrysler por Cerberus Capital Management en 2007.

Esta etapa de boyante actividad financiera en las firmas de *private equity* finaliza con la oferta pública de venta de varios de los principales grupos inversores, entre los que destacan Blackstone (2007) o KKR (2009).

El periodo que va desde finales de 2008, tras la quiebra del banco americano Lehman Brothers o el hundimiento de Bear Stearns como consecuencia del estallido de la burbuja inmobiliaria y la crisis de las hipotecas *subprime* hasta el año 2010 supuso una época de *impasse* en el mundo del capital privado, en especial por las dificultades en el acceso al crédito que se dieron hasta que los principales bancos centrales del mundo (Reserva

¹³ GREENSPAN, A. “Discurso en la Annual dinner and Francis Boyer lecture” *The American Enterprise Institute for Public Policy Research*. 1996. [Consultado el 26/02/2018: <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1996/19961205.htm>]

¹⁴ Aunque el término “exuberancia irracional” fue acuñado por el presidente de la Reserva Federal Alan Greenspan como se indica en la nota bibliográfica anterior, su expansión y fama se debe, probablemente, al economista Robert Shiller (Premio Nobel de economía en 2013) que en sucesivas versiones de su *best-seller* titulado “*Exuberancia Irracional*” ha predicho la burbuja de las puntocom y la burbuja inmobiliaria.

¹⁵ Vid. LEUZ, C., “Was the Sarbanes–Oxley Act of 2002 really this costly? A discussion of evidence from event returns and going-private decisions.” *Journal of Accounting and Economics*, vol. 44, no 1, 2007 pp. 146-148, ZHANG, I. X., “Economic consequences of the Sarbanes–Oxley Act of 2002.” *Journal of Accounting and Economics*, vol. 44, no 1-2, 2007, pp. 75-77 y ENGEL, E., HAYES, R. M., WANG, X., “The Sarbanes–Oxley Act and firms’ going-private decisions.” *Journal of Accounting and Economics*, vol. 44, no 1-2, 2007 pp. 116-120.

¹⁶ Operaciones *public-to-private*

¹⁷ Es evidente que no puede afirmarse categóricamente que la entrada en vigor de la Sarbanes-Oxley Act propiciara de manera directa y única las operaciones a las que nos referimos, pero fue, a la luz de la investigación empírica citada, un factor que influenció para que éstas se llevaran a cabo.

Federal estadounidense, Banco Central Europeo y Bank of England) tomaron cartas en el asunto y llevaron a cabo políticas monetarias laxas que rebajaron los tipos de interés (a través de operaciones de mercado abierto como compra de bonos soberanos o los programas de *quantitative easing*) y facilitaron de nuevo el acceso al crédito por parte de empresas y firmas de *private equity*.

En un informe¹⁸ publicado en 2016 se afirma que durante los tres años anteriores (esto es, desde 2013) las operaciones de *private equity* llevadas a cabo han vuelto a superar en rentabilidad a los rendimientos de índices bursátiles como el S&P500¹⁹. Otros informes más recientes²⁰ apuntan a que 2017 habría sido un año récord para el capital riesgo en términos de captación de fondos, ya que sólo entre América del Norte y Europa se habrían recaudado 240.000 millones de dólares entre el 1 de enero y el 31 de julio. En el auge del año 2007, se captaron fondos por valor de 344.000 millones de dólares, por lo que, si la tendencia se ha mantenido en la segunda mitad del año, podemos afirmar que esta cifra habría sido batida en 2017.

Algunos autores²¹ coinciden con lo que sostenemos en este punto del trabajo, que es que desde 2013 puede observarse un repunte de la actividad en las operaciones de *private equity* y adquisiciones apalancadas como consecuencia de las operaciones de flexibilización cuantitativa de los bancos centrales y la acumulación de liquidez en fondos creados en la anterior etapa que necesita ser invertida.

Las perspectivas para el futuro a largo plazo apuntan a la consolidación de la industria del *private equity* con acceso a capital amplio, pero con una decreciente cantidad de oportunidades de inversión provocada, en parte, por el mayor número de firmas que compiten a nivel global²².

¹⁸ BAIN & COMPANY “Global Private Equity Report.” 2016. [Consultado 28/02/2018 Disponible en: https://psik.org.pl/images/publikacje-i-raporty---publikacje/BAIN_REPORT_Global_Private_Equity_Report_2016.pdf]

¹⁹ El S&P500 y otros índices bursátiles se utilizan generalmente como *benchmark* para medir la rentabilidad que un inversor podría obtener si dedicara su inversión a una cartera diversificada de títulos que cotizan en ese índice en vez de invertirlos en el fondo de *private equity*. Los consultores de Bain&Co. estiman que los retornos de dichos fondos mejoraron en un 3,7%, (después de comisiones) a los retornos del S&P500.

²⁰ FINANCIAL TIMES. “Private equity fundraising hits post-crisis high” 2017. Citando a Pitchbook [Consultado 5/2/2018 Disponible en: <https://www.ft.com/content/906b2b86-828c-11e7-94e2-c5b903247afd>]

²¹ MOSZORO, M., KOSCIELECKA, A., “Capital Riesgo. Los indicios de una cuarta oleada.” *Revista de antiguos alumnos IESE* n° 130, septiembre 2013 pp. 28-31.

²² VV.AA., THE BOSTON CONSULTING GROUP, “Capitalizing on the New Golden Age in Private Equity” [Consultado 5/2/2018 Disponible en: <https://www.bcg.com/publications/2017/value-creation-strategy-capitalizing-on-new-golden-age-private-equity.aspx>]

La citada tendencia actual en el mercado de las entidades de capital riesgo justifica el análisis jurídico que se va a llevar a cabo en este trabajo en el contexto europeo de libertad de circulación de capitales en el que nos encontramos.

2.2 Tipología de LBOs

En lo relativo a las modalidades de compraventa apalancada, la doctrina viene distinguiendo varios tipos en función de diferentes criterios. Generalmente, se proponen tres criterios concretos para diferenciar los tipos de LBOs²³:

- Si la operación de LBO incluye una operación de fusión de la sociedad *target* con la adquirente hablamos de *Merger LBO*. Esta fusión será directa (*forward*) si la sociedad vehículo es la sociedad absorbente o inversa (*reverse merger*) si es la sociedad *target* la sociedad absorbente.
- Dependiendo de quiénes sean los promotores de la operación hablamos de *management buyout* cuando son los propios directivos de la sociedad *target* los que quieren llevar a cabo la operación, *management buy-in* si es otro equipo directivo distinto o *buyin management buyout* si es una combinación de ambos. En la normativa española de prohibición de asistencia financiera (art. 150 Ley Sociedades de Capital), de la que hablaremos extensamente a lo largo del trabajo, existe una excepción que autoriza la asistencia financiera a empleados de la sociedad *target*. En este hipotético caso hablaríamos de una *leveraged employee buyout*.
- Cuando el objetivo de la operación no es la adquisición del capital social de la sociedad *target*, sino sólo de una selección de activos, podemos referirnos a esta operación como *asset leveraged buyout*.

²³ PÉREZ LÓPEZ, Á., CONTRERAS BERNIER, B., ÁLVAREZ COUSO, I., “La financiación de la adquisición de empresas” en SEBASTIÁN QUETGLAS, R., (Dir.) JORDANO LUNA, M., (Coord.) *Manual de fusiones y adquisiciones*. Editorial La Ley-Wolters Kluwer, Madrid, 2016, p. 144

2.3 Estructura típica de las adquisiciones apalancadas

En este apartado del trabajo vamos a presentar la estructura típica de una adquisición apalancada. Ésta puede ilustrarse a través de la siguiente figura²⁴:

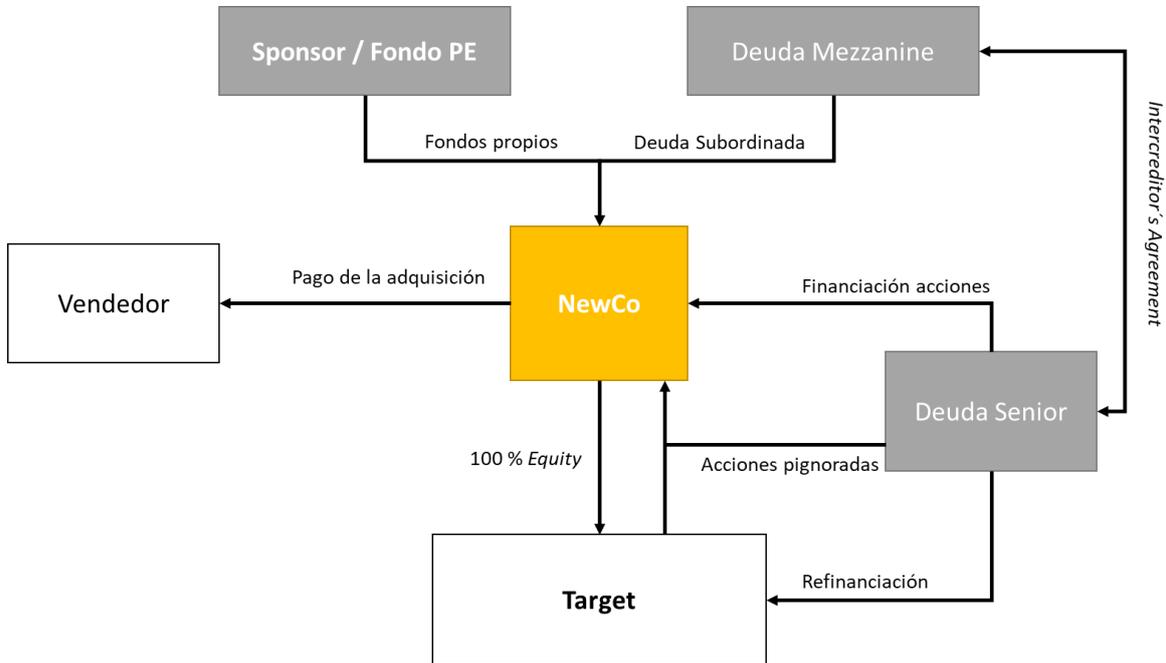


Figura 1: Estructura típica de una operación de LBO

Una vez identificada una sociedad *target* con las características que se citaban *supra*, debe definirse la estructura societaria de la operación en puntos tales como la nacionalidad de la sociedad vehículo²⁵ y el tipo societario de la misma (decisiones que pueden adquirir gran importancia a la hora de evaluar la posible existencia de asistencia financiera o no, como estudiaremos más adelante)²⁶. Deberá establecerse en las escrituras de la sociedad vehículo la participación de los inversores, si se trata de una inversión en la que participa más de un *sponsor* o fondo de *private equity*, la existencia de cláusulas *tag-along* o *drag-along* para organizar la desinversión al final del horizonte temporal de la misma.

²⁴ HERNÁNDEZ BENGOA, A., RUIZ-GALLARDÓN, A., “Leveraged buyouts”. En SAAVEDRA ORTIZ, J. J., SERRANO ACITORES, A. (Dir.) Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros. Editorial Bosch, Barcelona, 2011, p. 225.

²⁵ En el argot de la abogacía se suele denominar a la sociedad vehículo como “NewCo”, de ahí la denominación, más concisa, que se incluye en el gráfico.

²⁶ Lo cierto es que como señalan PÉREZ LÓPEZ, CONTRERAS BERNIER y ÁLVAREZ COUSO “La financiación de adquisición de empresas” *op. cit.* el principal factor al que se atiende para decidir sobre la nacionalidad de la NewCo y la estructura societaria de la operación es la eficiencia fiscal de la operación, y no tanto la validez o nulidad de los acuerdos de los administradores o consejos de administración en materia de asistencia financiera.

También es común que entre el *sponsor* y la sociedad vehículo se interponga una sociedad holding que es la que recibe el capital, con el 100% de la propiedad de la sociedad vehículo, que recibe la financiación.

En lo relativo a la financiación de la sociedad vehículo, en el esquema pueden observarse tres fuentes principales: Fondos Propios, Deuda Subordinada y Deuda Senior.

El capital o los fondos propios son las aportaciones que realizan los distintos interesados últimos de la operación al capital social de la sociedad vehículo que llevará a cabo la adquisición apalancada de la sociedad *target*²⁷. Aunque cada operación varía en márgenes considerables, una reciente publicación²⁸ apunta a un 60% de deuda sobre el capital total, lo que supone un 40% de capital propio invertido en la sociedad vehículo por operación de media. Los mismos autores apuntan a que este dato puede resultar sorprendente, sobre todo en comparación con las operaciones de los años 80, algunas de las más famosas ya citadas en este trabajo, lo que apunta a un cierto cambio en la concepción de las operaciones de adquisición apalancada.

La deuda subordinada, también denominada *junior debt* es una de las fuentes de financiación externa de las operaciones de LBO. Adquieren generalmente forma de financiación *mezzanine* o de bonos *high yield* (también conocidos como bonos basura, provenientes de operaciones de mercado abierto). Como ejemplos de financiación *mezzanine* pueden citarse las acciones preferentes, la deuda convertible y la deuda subordinada. Como tienen un mayor riesgo implícito, pues en caso de concurso de acreedores, no se situarían en una posición de cobro preferente, las expectativas de retorno para el financiador son mayores. Estos financiadores, además, no suelen ser entidades de crédito como vamos a ver en el caso de la deuda garantizada, sino inversores institucionales o privados con menor aversión al riesgo, como compañías aseguradoras o fondos de pensiones. El uso de deuda junior reduce el perfil de riesgo de la operación

²⁷ Por su mayor frecuencia y relevancia económica, el presente trabajo está redactado partiendo de la asunción de que las LBOs son operaciones en las que los inversores principales son fondos de *private equity*. Ello no es óbice para que puedan darse LBOs en las que la compradora es una empresa industrial consolidada en un mercado que quiere realizar una adquisición apalancada por cualquier motivo - generalmente será la búsqueda de sinergias productivas o de costes-, en cuyo caso, el capital de la NewCo sería una aportación de esta sociedad.

²⁸ La metodología seguida por estos autores es una amplia encuesta a distintos gestores de *private equity* en Estados Unidos. Creemos que a nivel europeo los valores deben ser similares, en buena medida debido a la influencia de las casas americanas de *private equity* en las operaciones europeas. Vid. GOMPERS, P., KAPLAN, S. N., MUKHARLYAMOV, V.. "What do private equity firms say they do?". Journal of Financial Economics, vol. 121, no 3, 2016, pp. 449-476.

para el banco o bancos que aportarán la deuda senior²⁹. Los porcentajes de este tipo de deuda sobre el total de financiación ajena son variables, pero es lógico pensar que normalmente no serán superiores a los de la deuda garantizada y en los últimos años se ha venido observando una caída relativa en la importancia de este tipo de deuda.

Generalmente, las relaciones entre estos acreedores y los tenedores de deuda garantizada suelen regularse en un contrato bajo la denominación inglesa de *intercreditor agreement*³⁰ muy extendido en las grandes operaciones apalancadas. Se trata de contratos atípicos que surgen del principio de autonomía de la voluntad, que intenta dar solución a los conflictos de intereses entre las partes, fijando las relaciones de subordinación entre ellas y respecto al deudor³¹.

Por último, la deuda *senior* o garantizada es la clave de bóveda de las operaciones de adquisición apalancadas, y también la que presenta la problemática que estudiaremos en los capítulos posteriores. Los operadores que actúan como acreedores en el caso de la deuda garantizada suelen ser bancos u otras instituciones de crédito, generalmente organizados en forma de sindicato de bancos. Se trata de un contrato en virtud del cual una pluralidad de prestamistas, liderados por una entidad agente (*agent*) que ejerce de comisionista y regula la administración de los pagos, se obligan de forma mancomunada a poner a disposición de un de un deudor, normalmente sociedad mercantil, un importe dinerario, a cambio de ciertas comisiones y de la devolución del importe recibido aumentado en cierto tipo de interés³². Los paquetes de garantía y su diseño adquieren pues un papel fundamental en la concesión de deuda *senior* para financiar la compra apalancada de una sociedad que, dependiendo de su forma societaria y la normativa aplicable, podrán suponer una vulneración de la prohibición de asistencia financiera consagrada en los principales ordenamientos jurídicos europeos³³.

²⁹ HERRERO, D., “Financiación Mezzanine: situación actual y perspectivas.” *Revista española de capital riesgo*, no 4, 2011, pp. 4-8.

³⁰ La *Loan Market Association* publica los modelos que son generalmente usados en las adquisiciones apalancadas que estamos estudiando. Puede accederse a través de: <http://www.lma.eu.com/documents-guidelines/documents> [Consultado 10/04/2018]

³¹ NAVARRO FRÍAS, I., *El contrato entre acreedores*, Ed. Thomson Reuters Civitas, Navarra, 2016, pp. 93-95

³² MARTÍN BAUMEISTER, B., *El contrato de financiación sindicada*, Ed. Thomson Reuters Civitas, Navarra, 2016, pp. 53-55.

³³ Vid. DE CÁRDENAS SMITH, C., y ARLABÁN GABEIRAS, B., “Los esquemas de garantía en una financiación sindicada”, en MANZANARES SECADES, A., (coord.) *Estudios sobre Financiaciones Sindicadas* Ed. Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2017, pp. 303-405.

La adquisición de la sociedad *target* por parte de la sociedad vehículo es el paso más relevante de las LBOs. En nuestro país, así como en la mayor parte de estados de nuestro entorno, ésta puede efectuarse a través de la compra de acciones o participaciones³⁴ de la sociedad *target*, la fusión de la sociedad vehículo y la *target*³⁵ o la mera adquisición de activos³⁶, siendo más comunes las dos primeras, en especial la MLBO (*merger* LBO) de la que ya hemos hablado anteriormente.

2.4 Racional económico

Comprender los hechos económicos que deben regularse y sus motivaciones debería estar en la mente de todo legislador que aspira a crear normas eficientes que incentiven la actividad económica y protejan a los agentes interesados más débiles de cada situación.

En lo relativo a LBOs, hay tres efectos que han de analizarse por separado³⁷, pues los operadores que intervienen como parte compradora en la operación suelen variar.

- Las entidades de *private equity* aspiran a cambiar la organización de la empresa adquirida (generalmente se prescinde de los anteriores administradores) y se canalizan las decisiones económico-financieras y organizativas desde la administración de la sociedad vehículo. En este tipo de operaciones, las adquisiciones han de ser de una mayoría de control suficiente como para controlar desde el principio el órgano de administración de la sociedad, o, de lo contrario, una sociedad que apenas cuenta con patrimonio como es la recién creada sociedad vehículo, no podrá llevar a cabo los objetivos estratégicos encaminados a la revalorización del negocio de la sociedad *target* en el corto y medio plazo. Por tanto, no en pocas ocasiones, la adquisición se hace por el 100% del capital, desplazándose a la totalidad de los antiguos socios.

³⁴ La compra de acciones o participaciones sigue el régimen de la Ley de Sociedades de Capital (arts. 120 y 106 LSC entre otros), así como el régimen del Código de Comercio (art. 545 C. de Com.) y la Ley del Mercado de Valores (art. 11).

³⁵ El régimen de fusiones se encuentra contenido en la Ley de Modificaciones Estructurales, concretamente en los arts. 23 y siguientes.

³⁶ La compraventa de activos sigue el régimen del Código Civil, Libro IV, Título IV, arts. 1445 y siguientes.

³⁷ GIMENO RIBES, M., “La Fusión Posterior a Una Adquisición de Sociedad con Endeudamiento de la Adquirente (Análisis del Art. 35 LME)” *Tesis Doctoral, Facultad de Derecho Universitat de València*, 2015, pp. 67 y ss.

- En el caso de sociedades consolidadas, generalmente empresas industriales con negocios relacionados, bien verticalmente, en distintos estadios de la cadena de valor de un producto o servicio, o bien horizontalmente, si operan en un mismo mercado ofreciendo productos similares, se aspira a generar sinergias que aumenten el beneficio en mayor proporción que el coste de la operación. En estos casos el total desplazamiento de los anteriores socios no suele darse, sino que algunos de ellos se mantienen en el accionariado de la sociedad adquirida.
- En supuestos de operaciones *public to private*, operaciones por las cuales se abandona la cotización bursátil a través de una *management buyout* o LBO para concentrar al accionariado se disminuyen los costes de agencia en el caso de que sean los propios administradores los socios mayoritarios de la empresa, ya que la maximización de beneficios de la empresa coincide con la maximización de ingresos de los administradores.

Existen también muchas críticas provenientes de un amplio sector doctrinal y social a las adquisiciones apalancadas por ser consideradas meras operaciones especulativas, y es cierto que sus actividades han sido muy criticadas desde distintos estamentos de la sociedad³⁸.

En este apartado hemos analizado el fenómeno de las adquisiciones apalancadas, desde la óptica de los principales operadores de este tipo de negocios como son las entidades de *private equity*, pero sin olvidarnos de otros posibles operadores como son empresas industriales consolidadas o incluso los propios administradores de la compañía. Hemos realizado una aproximación teórica e histórica al concepto de LBOs, a su tipología y a su estructura típica, con especial incidencia en la estructura financiera con la que se ejecuta la operación y por último hemos reflexionado sobre las razones económicas implícitas en las adquisiciones apalancadas dependiendo de qué sujeto sea el adquirente de la sociedad *target*.

Consideramos que este primer análisis es un paso necesario para abarcar los siguientes capítulos del trabajo, pues estudiaremos la regulación que presenta más problemas entre

³⁸ VIVES RUIZ recopila la mayor parte de los argumentos en contra de las LBOs en su tesis doctoral. Vid. VIVES RUIZ, F., “La validez de los LBO en el derecho español”. *Tesis doctoral inédita, Universidad Pontificia Comillas*, 2009, pp. 45-62.

los abogados mercantilistas de los principales despachos españoles: la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones propias.

3. REGULACIÓN DE LA ASISTENCIA FINANCIERA EN LAS ADQUISICIONES APALANCADAS

La asistencia financiera comprende el conjunto de actos llevados a cabo por una sociedad encaminados a facilitar o garantizar la adquisición de sus propias acciones o participaciones por un tercero³⁹. La prohibición de la asistencia financiera está íntimamente relacionada con el régimen de autocartera⁴⁰, anterior en el tiempo, y que de hecho es aprovechado por parte de la doctrina, como luego veremos, para colmar las lagunas que puedan existir a este respecto.

El origen de la regulación sobre la asistencia financiera se encuentra en el derecho anglosajón del periodo de entreguerras⁴¹, momento en el cual se dieron varias adquisiciones apalancadas en las que el tercero adquiría la compañía y una vez completada la transacción, la sociedad le otorgaba un préstamo por el valor, total o parcial de la adquisición. Un grupo de trabajo denominado *Green Committee*⁴² del parlamento británico redactó un informe en el que ya podían verse muchos elementos de la actual regulación de la prohibición, pues se tenían en cuenta todos los actos directos e indirectos que pudiesen suponer asistencia financiera, incluidos la concesión de préstamos, la prestación de garantías personales o reales y cualquier otro modo general de prestar dicha asistencia financiera, como clausula general. Fijaban también excepciones a las prohibiciones para el caso de adquisición de títulos de entidades de crédito, adquisiciones apalancadas de trabajadores o de administradores, que en buena medida se conservan en nuestro derecho de sociedades actual. Esta prohibición de asistencia financiera se incluyó en la *Companies Act* de 1929, en las posteriores modificaciones de esta norma, y, de forma muy similar tiempo después en la normativa europea, la directiva 77/91/CEE conocida como “la Segunda Directiva”⁴³. El papel del Reino Unido y su influencia fue

³⁹ En el concepto de tercero, en estos casos, incluimos los administradores de la propia sociedad, aunque como veremos existe una excepción a la prohibición de asistencia financiera de la normativa española en estos casos.

⁴⁰ Aunque los supuestos de hecho de la autocartera y las personas involucradas son netamente distintos a los de la asistencia financiera, en especial en el marco de las LBO.

⁴¹ GIMENO RIBES, Miguel. “La fusión posterior...” *op. cit.* pp. 67 y ss.

⁴² INSTONE, R., “Section 54 and All that.” *Journal of Business Law*, núm 24, 1980, pp. 99-108.

⁴³ La Segunda Directiva ha sido reformada en sucesivas ocasiones, también en materia de asistencia financiera, regulando la cuestión de forma más permisiva como luego discutiremos, en las directivas 2012/30/UE y 2017/1132/UE.

sin lugar a duda clave para entender la regulación de la asistencia financiera en la Unión Europea de hoy⁴⁴.

3.1 Asistencia financiera en España: regulación y cuestiones principales

Los artículos 143.2 y 150⁴⁵ de la Ley de Sociedades de Capital (LSC) regulan la prohibición de asistencia financiera para las sociedades de responsabilidad limitada y para las sociedades anónimas, respectivamente. La asistencia financiera es uno de los componentes del principio general de prohibición de los negocios que versan sobre acciones propias. Estos negocios afectan, en opinión de PAZ-ARES⁴⁶, de manera

⁴⁴ El tenor de la regulación sobre asistencia financiera tras la última reforma de directivas europeas (2017/1132/UE) ha quedado fijado, en su art. 64, de la siguiente forma:

1. Cuando la legislación de un Estado miembro permita a una sociedad, directa o indirectamente, adelantar fondos, conceder préstamos o dar garantías para la adquisición de sus acciones por un tercero, esas operaciones estarán sujetas a las condiciones enunciadas en los apartados 2 a 5.

2. Las operaciones tendrán lugar bajo la responsabilidad del órgano de administración o de dirección en condiciones de mercado justas, especialmente respecto del interés y de las garantías que la sociedad recibe por los préstamos y anticipos citados en el apartado 1. La situación crediticia del tercero o, en caso de operaciones multipartitas, de cada una de las contrapartes se habrá investigado debidamente.

3. El órgano de administración o de dirección presentará las operaciones, para su aprobación previa, a la junta general que actuará de conformidad con las normas de quórum y de mayoría establecidas en el artículo 83. El órgano de administración o de dirección presentará a la junta general un informe escrito indicando: a) los motivos de la operación; b) el interés que presenta para la sociedad; c) las condiciones en las que se interviene; d) los riesgos que presenta para la liquidez, y e) la solvencia de la sociedad y el precio al que el tercero va a adquirir las acciones. Dicha declaración se presentará al registro para su publicación de conformidad con el artículo 16.

4. La asistencia financiera total concedida a terceros no podrá en ningún momento tener por efecto la reducción del activo neto por debajo del importe especificado en el artículo 56, apartados 1 y 2, teniendo en cuenta también cualquier reducción del activo neto que haya podido producir la adquisición, por la sociedad o en nombre de ella, de acciones propias, con arreglo al artículo 60, apartado 1. La sociedad incluirá en el pasivo del balance una reserva, que no podrá ser distribuida, equivalente al importe de la asistencia financiera total.

5. Cuando un tercero adquiera acciones propias de una sociedad en el sentido del artículo 60, apartado 1, o suscriba acciones emitidas en el curso de una ampliación del capital suscrito mediante la asistencia financiera de dicha sociedad, la adquisición o suscripción se hará a un precio justo.

6. Los apartados 1 a 5 no se aplicarán ni a las operaciones hechas en el marco de las actividades corrientes de los bancos y demás establecimientos financieros, ni a las operaciones efectuadas para la adquisición de acciones por o para el personal de la sociedad o de una sociedad afín a esta. No obstante, tales operaciones no podrán tener por efecto que el activo neto de la sociedad sea inferior al importe mencionado en el artículo 56, apartado 1.

7. Los apartados 1 a 5 no se aplicarán a las operaciones efectuadas con miras a la adquisición de acciones mencionadas en el artículo 61, apartado 1, letra h).

⁴⁵ Antes de la refundición de las leyes de sociedades de responsabilidad limitada y de sociedades anónimas, la regulación estaba contenida en el art. 40.5 Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada y art. 81 Ley de Sociedades Anónimas

⁴⁶ PAZ-ARES, C., “Negocios sobre las propias acciones” en ALONSO UREBA, A., CHICO ORTIZ, J. M., LUCAS FERNÁNDEZ, F., (coords.) La Reforma del Derecho español de Sociedades de capital. Ed. Civitas, Madrid, 1987, pp. 479-480.

perniciosa a las sociedades de capital, al menos de dos formas distintas. Por un lado, generan riesgo de vaciamiento del patrimonio social, que choca de manera frontal con el espíritu de la Ley de Sociedades de Capital (o en su momento de las leyes de Sociedades Anónimas y de Responsabilidad Limitada) en cuanto a la formación y conservación del capital. Por otro lado, incide también en la distorsión que produce en general los negocios sobre acciones propias en la distribución de poder dentro de la sociedad, ya que podría alterarse la formación de la voluntad social. Coincidimos con este autor al entender que éstos deben constituir los únicos principios para la interpretación de la normativa que prohíbe en general los negocios sobre las propias acciones y en particular en los negocios de asistencia financiera que vamos a estudiar.

No vamos a realizar una exégesis en profundidad de ambos artículos⁴⁷, sino que aquí señalamos únicamente la similitud de las dos regulaciones, para ambos tipos de sociedades, en contraposición con algunas de las legislaciones de otros Estados miembros de la Unión Europea que después vamos a analizar, lo que realza el carácter prohibitivo de la normativa mercantil española. Este hecho hace dudar a algunos⁴⁸ incluso de su constitucionalidad por suponer una injerencia desproporcionada del legislador en la esfera jurídica de los particulares. Asimismo, y en contraposición con lo establecido en los artículos precedentes, cabe destacar que la Ley de Modificaciones Estructurales, en su

⁴⁷ La dicción literal del art. 143.2 dice así: “*La sociedad de responsabilidad limitada no podrá anticipar fondos, conceder créditos o préstamos, prestar garantía, ni facilitar asistencia financiera para la adquisición de sus propias participaciones o de las participaciones creadas o las acciones emitidas por sociedad del grupo a que la sociedad pertenezca.*”

Por otro lado, el art. 150 señala:

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

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

3. La prohibición establecida en el apartado primero no se aplicará a las operaciones efectuadas por bancos y demás entidades de crédito en el ámbito de las operaciones ordinarias propias de su objeto social que se sufraguen con cargo a bienes libres de la sociedad. En el patrimonio neto del balance, la sociedad deberá establecer una reserva equivalente al importe de los créditos anotados en el activo.”

⁴⁸ ALFARO AGUILA-REAL, J., “Lecciones: Asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones propias” Post en blog Almacén de Derecho. [Consultado el 8/03/2018 Disponible en: almacendederecho.org/lecciones-asistencia-financiera-la-adquisicion-acciones-participaciones-propias/] 2017.

art. 35⁴⁹, autoriza las MLBO⁵⁰ (adquisición apalancada seguida de fusión de la sociedad vehículo y la sociedad *target*) siempre que el proyecto de fusión contenga un informe de experto independiente que detalle los recursos financieros con los que se satisfará la deuda contraída para la adquisición de la sociedad *target* y si existe o no asistencia financiera. Este último punto ha sido ampliamente criticado por la doctrina⁵¹, tildando a esta ley de “norma técnicamente fallida” ya que parecía que, siguiendo lo establecido en el art. 2501 bis del Código Civil Italiano⁵², el legislador autorizaría las fusiones apalancadas. Sin embargo, al incluir la valoración de la existencia o no de asistencia financiera por parte del experto independiente las dudas interpretativas se multiplican. La norma guarda silencio acerca de las consecuencias que tendría un informe de experto independiente en el que se concluyera que ha habido asistencia financiera.

Llegados a este punto hay que remarcar que el objetivo de este trabajo no es analizar la validez o no de las adquisiciones apalancadas en el derecho español⁵³ sino estudiar el concepto de asistencia financiera, su prohibición y el efecto que esta regulación tiene en operaciones transnacionales en los que dicha regulación no es uniforme.

⁴⁹ Varios Trabajos de Fin de Grado en la Facultad de Derecho de la Universidad Pontificia Comillas, publicados en su repositorio institucional, han tratado el tema en los últimos años, pueden consultarse los de GÓMEZ LÓPEZ, S. “Análisis Jurídico de las Adquisiciones de Empresas mediante Apalancamiento Financiero” *Universidad Pontificia Comillas*, 2017., o ARES GESTAL, I., “Asistencia Financiera en las Compras Apalancadas Seguidas de Fusión” *Universidad Pontificia Comillas*, 2014.

⁵⁰ Concretamente el art. 35 LME dice: “*En caso de fusión entre dos o más sociedades, si alguna de ellas hubiera contraído deudas en los tres años inmediatamente anteriores para adquirir el control de otra que participe en la operación de fusión o para adquirir activos de la misma esenciales para su normal explotación o que sean de importancia por su valor patrimonial, serán de aplicación las siguientes reglas:*

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

2.ª *El informe de los administradores sobre el proyecto de fusión debe indicar las razones que hubieran justificado la adquisición del control o de los activos y que justifiquen, en su caso, la operación de fusión y contener un plan económico y financiero, con expresión de los recursos y la descripción de los objetivos que se pretenden conseguir.*

3.ª *El informe de los expertos sobre el proyecto de fusión debe contener un juicio sobre la razonabilidad de las indicaciones a que se refieren los dos números anteriores, determinando además si existe asistencia financiera. En estos supuestos será necesario el informe de expertos, incluso cuando se trate de acuerdo unánime de fusión”*

⁵¹ VIVES RUIZ, F., TAPIAS MONNÉ, A., “La Ley de Modificaciones Estructurales. Una norma técnicamente fallida.” *InDret*, no 4, 2013.

⁵² La normativa italiana, inspirada en su jurisprudencia de los años 90, ha sido especialmente relevante para el desarrollo de la normativa que regula la asistencia financiera a nivel europeo, aunque por cuestiones de espacio no podamos detenernos a analizarla.

⁵³ Para ello puede remitirse a la tesis doctoral de VIVES RUIZ, “La validez de los LBOs en derecho español” *op. cit.*

En general, aunque matizaremos esta afirmación en las siguientes páginas, se entiende⁵⁴ que las LBO serán calificadas nulas por contravención de la norma que prohíbe la asistencia financiera si se dan los elementos de la prohibición de la LSC (especialmente si la finalidad de la asistencia financiera es la adquisición de acciones), si existe un riesgo real sobre los intereses de acreedores o socios minoritarios y si la asistencia financiera se da en el marco de una operación en la que faltan mecanismos de tutela de intereses jurídicos de dichos acreedores o socios.

Cabe matizar también a este respecto que la prohibición de asistencia financiera no abarca las garantías dadas para el pago de obligaciones que provengan de las distintas financiaciones que puedan darse durante la operación, siempre que no esté destinado al pago del precio de adquisición; ejemplos de estos pagos pudieran ser costes y gastos, refinanciación del endeudamiento preexistente en la sociedad *target* (si lo hubiera, y siempre que no sean susceptibles de calificación como deuda de adquisición), financiación del capital circulante o futuras inversiones⁵⁵. Asimismo, como señala PAZ-ARES⁵⁶ debemos tener en cuenta que el receptor de la asistencia financiera debe ser siempre un tercero que actúe por cuenta propia, no una persona interpuesta por la sociedad para la adquisición de sus propias acciones, pues estos actos están regulados en la normativa de autocartera de la misma LSC.

La sanción en caso de violar lo dispuesto en los arts. 143 y 150 LSC es la nulidad de los actos, pese a que la letra de la ley guarda silencio al respecto. Se argumenta⁵⁷ que en virtud de lo dispuesto en el art. 6.3 del Código Civil, cualquier acto contrario a una norma imperativa o prohibitiva debe ser declarado nulo de pleno derecho. El alcance de esta nulidad debe ser estudiado dependiendo del tipo de negocio jurídico que haya sido calificado como asistencia financiera. En su forma más evidente, un préstamo o mutuo u otro tipo de financiación para la adquisición de acciones propias de la sociedad *target*, la nulidad afecta a la financiación en sí misma y por tanto no se generan obligaciones entre las partes ni existe la posibilidad de compelerse a cumplir con el contrato. El caso de

⁵⁴ HERNÁNDEZ BENGOA, Andoni y RUIZ-GALLARDÓN, Alejandro “Leveraged buyouts” *op. cit.* p. 214.

⁵⁵ BAKER & MCKENZIE. “Global LBO Guide”. 2015. [Consultado 2/3/2018 Disponible en: https://www.bakermckenzie.com/-/media/files/insight/publications/global-lbo-guide/bk_global_lboguide_rebranded.pdf?la=en] pp. 337-357.

⁵⁶ PAZ-ARES, C. “Negocios sobre las propias acciones” *op. cit.* págs. 599-600.

⁵⁷ VAQUERIZO ALONSO, A., *Asistencia Financiera para la Adquisición de Acciones Propias*. Monografía Ed. Civitas, Madrid, 2003, pp. 532-549.

asistencia financiera indirecta, como es el caso de la prestación de garantías por parte de la sociedad *target* a un tercero financiador⁵⁸ que actúa de buena fe es más discutible. Algunos autores⁵⁹ optan por no dar otra solución al asunto al ver equivalencia de causa entre el contrato de garantía y el contrato de financiación, y, por tanto, ilicitud de ambos. A este respecto VIVES RUIZ⁶⁰ entiende que sería aún más gravoso para el tercero de buena fe (generalmente, el banco prestamista) que no se diera la nulidad del contrato de financiación o préstamo y la garantía, por el contrario, sí fuera declarada nula por constituir asistencia financiera. Esta posición secunda la tesis de DÍEZ-PICAZO⁶¹, que defiende el “contagio” de la causa de nulidad en el caso de contratos que aspiran a la consecución de un mismo fin económico. Otros autores⁶² también entienden que, dado que la concesión de financiación bancaria y la constitución de garantías es una operación única, la sanción de nulidad que afecta a las garantías “*conlleva el vencimiento anticipado de la financiación*”. Por el contrario, una parte de la doctrina⁶³ distingue entre contratos mixtos y contratos conexos. Los primeros comparten una causa y no pueden entenderse por separado mientras que los segundos, si bien están relacionados entre sí, son autónomos. En el caso de contratos mixtos la nulidad regulada por la LSC sería extensible al resto de disposiciones y, por el contrario, en el segundo de los casos no. Al entender la causa como un concepto objetivo, la autonomía de los contratos hace muy difícil que se dé el citado contagio y el contrato de financiación entre la sociedad vehículo y la entidad financiera que actuase de buena fe se mantendría en vigor. Esta última postura nos convence más dado que las contrarías podrían suponer una sanción reforzada que introduciría aún más inseguridad jurídica a las operaciones de adquisición apalancada.

⁵⁸ La prestación de este tipo de garantías es muy común en la práctica, especialmente en las operaciones de adquisición apalancada que estamos estudiando a lo largo de este trabajo.

⁵⁹ Vid. VAQUERIZO ALONSO, *Asistencia Financiera para la Adquisición de Acciones Propias.*, *op. cit.* pp. 544-545. Debe matizarse que el autor entiende que, en caso de que la financiación la preste un tercero de buena fe completamente ajeno al negocio principal de compraventa de acciones o participaciones debe seguir reconociéndose que el acto que contraviene la prohibición es nulo, pero ha de reconocerse a favor de este tercero de buena fe la posibilidad de interponer acción de daños y la facultad de resolución de la obligación de financiación al tercero adquirente de las acciones.

⁶⁰ Vid. VIVES RUIZ, Fernando, “La validez de los LBOs en derecho español” *op. cit.* pp. 351-355.

⁶¹ DIEZ-PICAZO, L., *Fundamentos del derecho civil patrimonial, tomo I*. Ed. Civitas, Madrid, 1996, p. 467.

⁶² PÉREZ LÓPEZ, A., CONTRERAS BERNIER, B. y ÁLVAREZ COUSO, I., “La financiación de la adquisición de empresas” *op. cit.* p. 148.

⁶³ 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*. Universidad Carlos III de Madrid, 2016, pp. 967-988.

En lo relativo a la validez del negocio de adquisición de participaciones o acciones la doctrina es más unánime⁶⁴. La compraventa de los títulos no está prohibida por las normas de los arts. 143.2 y 150 LSC y no puede hacerse una interpretación extensiva de una norma prohibitiva⁶⁵. BAYONA⁶⁶ entiende que la asistencia financiera debe concebirse no como una norma para impedir un resultado, sino para impedir una determinada causa de favor hacia un socio concreto, y por tanto ha de huirse de interpretaciones extremadamente rigurosas, también en cuanto al alcance de la sanción de nulidad.

Cabe señalar además que existe el riesgo de imposición de una sanción de naturaleza administrativa que puede llegar al valor nominal de las acciones adquiridas con asistencia financiera, tal y como establece el art. 157.2 LSC. La responsabilidad de la infracción puede abarcar no sólo a los administradores de la sociedad infractora (la sociedad *target*), sino a los de la sociedad dominante (la sociedad vehículo) y a directivos no-miembros del consejo de administración que tengan poder de representación en la sociedad *target*, atendiendo a los deberes generales de diligencia y lealtad de los administradores contenidos en la propia LSC⁶⁷.

3.2 Valoración de la regulación desde la perspectiva del análisis económico del Derecho

Como vemos, la prohibición de asistencia financiera puede suponer un gravoso límite a la actividad de fondos de *private equity* y a la inversión en capital social empresarial en un país a través del apalancamiento, lo que puede tener efectos macroeconómicos adversos al reducir los flujos de entrada de capitales en una economía. Es por ello preciso entender por qué se introduce esta prohibición, qué intereses aspira a proteger y si es una

⁶⁴ Aunque existen autores que defienden la nulidad de la adquisición, por contagio del negocio, como por ejemplo FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Revisión crítica de la prohibición de asistencia financiera” *Revista Aranzadi de Derecho de Sociedades* nº 3, 1994, pp.169-189. También, en el caso de existir un riesgo real sobre intereses de acreedores o socios minoritarios faltan mecanismos de tutela de intereses jurídicos de dichos acreedores o socios, según los anteriormente citados HERNÁNDEZ BENGEOA, Andoni y RUIZ-GALLARDÓN, Alejandro “Leveraged buyouts” *op. cit.* p. 214.

⁶⁵ GARCIA CRUCES, J. A. “Ex. artículo 81”, en ARROYO, I. y EMBID, J. M. (coords.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*. Tecnos, Madrid, 2009, p. 13.

⁶⁶ BAYONA GIMÉNEZ, R., *La Prohibición de Asistencia Financiera para la Adquisición de Acciones Propias*. Monografía Aranzadi Revista de Derecho de Sociedades, Pamplona, 2002, pp. 462-464.

⁶⁷ Concretamente en los artículos 225, 226, 227, 228 y 229 LSC.

regulación eficiente. Para ello, y por los motivos que explicamos a continuación, vamos a realizar un análisis desde la óptica del análisis económico del Derecho.

El análisis económico del Derecho puede definirse como el uso de los postulados de la teoría económica para predecir los efectos de las disposiciones legales en las conductas humanas⁶⁸. La aportación de la ciencia económica al estudio del Derecho se desdobra en dos vertientes, una teórica y otra empírica. La vertiente teórica proporciona teorías matemáticamente muy precisas (como la teoría de precios o la teoría de juegos) y la vertiente empírica aporta metodologías muy útiles para describir la realidad (principalmente la estadística y la econometría). Pueden buscarse los orígenes del análisis económico del Derecho en sendos trabajos de COASE⁶⁹ y CALABRESI⁷⁰, en la década de los 60 del siglo XX⁷¹.

En España, la excesiva rigidez y formalismo del mundo jurídico codificado no han sido propicias para permitir una gran expansión del análisis económico del Derecho⁷², en particular este análisis no se ha empleado apenas para el examen de instituciones jurídicas del ámbito mercantil, más allá de la figura de las sociedades de capital (limitadas o anónimas)^{73,74}. Entendemos, siguiendo al profesor ALFARO⁷⁵, que el derecho privado occidental, tanto en su línea continental como en la de *common law* es la institucionalización de la economía de mercado en la que los individuos, de manera libre y coordinada, fijamos los precios y llevamos a cabo los intercambios que generan

⁶⁸ COOTER, R., ULEN, T., *Law & Economics*. Addison-Wesley, 6ta Edición, Londres. 2012, pp. 3-4.

⁶⁹ COASE, R. H. "The problem of Social Costs", *Journal of Law and Economics* vol. 3, 1960, pp. 1-44.

⁷⁰ CALABRESI, G., "Some thoughts on risk distribution and law of torts", *Yale Law Journal* 499, 1961, pp. 499-553.

⁷¹ Desde entonces es un campo académico que no ha dejado de crecer, recibir aportaciones, incluyendo las aportaciones de los críticos economistas conductuales o *behavioral*. Vid. el trabajo de JOLLS, C., SUNSTEIN, C. R., THALER, R. H. "A behavioral approach to law and economics.", *Stanford Law Review*, 1998, pp. 1471-1550.

También ha aumentado su influencia al campo más puramente financiero. Vid. el artículo fundamental de la PORTA, R., LÓPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., y VISHNY, R., "Law and finance". *Journal of Political Economy*, vol. 106. 1998, pp. 1113-1155.

⁷² MARCOS, F., "Contribuciones del análisis económico del Derecho de Sociedades en España." *IE working paper*. 2016.

⁷³ En este campo son destacables los trabajos del economista Benito Arruñada, como, por ejemplo: ARRUÑADA, B., "Un análisis económico de la regulación de la sociedad anónima en España". *Anales de Estudios Económicos y Empresariales* 3, 1988, pp. 191-224. Y por supuesto la mayor parte de la obra del profesor Cándido PAZ-ARES.

⁷⁴ El derecho de competencia, *antitrust*, también ha estado históricamente ligado a este análisis, dado que en este caso la vinculación entre derecho y economía se hace muy evidente, así como el derecho de protección de propiedad intelectual.

⁷⁵ ALFARO AGUILA-REAL, J., "Los juristas -españoles- y el análisis económico del derecho". *Indret* 1. 2007. En este trabajo el profesor Alfaro realiza una buena recapitulación de argumentos a favor del uso de estas técnicas y un análisis pormenorizado de las aportaciones del análisis económico del Derecho a la dogmática jurídica

actividad económica. Por tanto, parece lógico y adecuado el empleo de este análisis para estudiar lo que de hecho son fenómenos económicos, dotando a la argumentación jurídica que lo emplee de un mayor rigor.

IBÁÑEZ⁷⁶ propone estudiar el impacto jurídico del análisis económico del Derecho desde tres perspectivas metodológicas, que vamos a aplicar al caso concreto de la prohibición a la asistencia financiera tal y como se da en estos momentos en España.

El análisis económico del derecho como mecanismo incentivador de la rectificación de fallos de mercado⁷⁷ cobra importancia en momentos de crisis económica generalizada, pero también puede darse en situaciones de bonanza económica. A este respecto se cita como ejemplo la problemática de los conflictos de intereses en la gestión pública, que nosotros aquí hacemos extensible a los conflictos de intereses en la gestión privada, especialmente con los problemas de agencia⁷⁸. En este sentido puede interpretarse la regulación de la asistencia financiera adoptando la posición seguida por BAYONA⁷⁹, que entiende la prohibición de asistencia financiera como un impedimento de trato de favor hacia un socio o a un futuro socio concreto. En relación con ello, puede considerarse que la norma no es necesaria, pues este tipo de actuaciones tienen normas sancionadoras concretas, como las acciones de responsabilidad de los administradores por incumplimiento de los deberes inherentes al desempeño de sus cargos⁸⁰. Por tanto, si los administradores autorizasen una operación de financiación⁸¹ que resultara dañina para los intereses sociales, las figuras de la acción social de responsabilidad e incluso acción individual de responsabilidad (arts. 238 y 241 LSC, respectivamente), así como las consecuentes acciones de nulidad de dichos actos podrían ser suficientes para controlar las actuaciones de los administradores.

Si además entendemos, las LBOs como una solución organizativa a los problemas de agencia que derivan de la especialización de la propiedad y del control de las sociedades

⁷⁶ IBAÑEZ JIMÉNEZ, J. W., *Análisis económico del Derecho. Método, Investigación y Práctica Jurídica* Ed. Bosch, Barcelona, 2011, pp. 142 y ss.

⁷⁷ IBAÑEZ adopta una visión neoclásica del concepto de fallo del mercado, entendiendo como tal una asignación no-óptima de recursos económicos.

⁷⁸ JENSEN, M. C., MECKLING, W. H. "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure." *Journal of financial economics*, vol. 3, no 4, 1976, pp. 305-360.

⁷⁹ BAYONA GIMÉNEZ, R., "La Prohibición de Asistencia Financiera..." *op. cit.* pp. 462-463.

⁸⁰ ALVAREZ, S., "Fusión apalancada y asistencia financiera: el Art 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales." *Conferencia ante la Academia matritense del Notariado*. [Consultado 8/3/2018 Disponible en: www.elnotario.es/index.php/hemeroteca/revista-30/1245-fusion-apalancada-y-asistencia-financiera-el-art-35-de-la-ley-de-modificaciones-estructurales-0-8764917365056386]

⁸¹ En cualquiera de las modalidades que incluye la prohibición de asistencia financiera.

en las personas de accionistas y administradores de forma separada⁸², cualquier regulación que dificulte éstas evitaría una mejor rectificación de fallos de mercado. Por tanto, partiendo de este argumento y desde la óptica del análisis económico del Derecho es difícil defender la conveniencia de regulaciones como las de prohibición total de asistencia financiera, que dificulta de sobremanera este tipo de operaciones.

Prueba de la difícilmente argumentable necesidad de la norma es que algunos autores⁸³ llegan a defender que la adquisición apalancada de acciones o participaciones pueda llevarse a cabo mediante asistencia financiera con cargo a reservas de libre disposición si todos los socios de la sociedad afectada prestasen su consentimiento, pues el fin último de cualquier sociedad mercantil, la generación de beneficio económico para sus accionistas puede seguir obteniéndose. Podría descartarse aquí la existencia de un conflicto de intereses entre administradores y socios, por lo que el efecto del fenómeno de agencia sería irrelevante. Esto es de especial relevancia en caso de sociedades unipersonales, y en caso de no existir riesgo para los fondos propios sociales, debería considerarse que ni los trabajadores ni terceros tuvieran acción de nulidad respecto a la asistencia financiera prestada⁸⁴. No debe perderse de vista que una vez se lleve a cabo la compraventa, los accionistas de la sociedad reciben generalmente el precio convenido por acción, por lo que sus intereses están protegidos⁸⁵. Esta apreciación ocurre, por supuesto, únicamente en los casos en los que no quedan accionistas minoritarios en las sociedades, cuando la oferta de la compra apalancada alcanza el total del capital social.

El análisis económico del Derecho también puede usarse para diseñar normas incentivadoras de conductas legalmente óptimas, como es el pago de las deudas a los acreedores. Se ha argumentado que acaso la principal *ratio legis* de la prohibición de asistencia financiera es la protección de los intereses de los acreedores⁸⁶ de la sociedad *target* y es indudable que las operaciones de asistencia financiera pueden influir

⁸² ARRUÑADA, B., “Crítica a la regulación de opas.” *Revista de Derecho Mercantil*, nos. 203-4, 1992, pp. 29-67.

⁸³ VICENT CHULIÁ, F., “Normas aplicables, analogía, fraude de ley *and all that* en el Derecho de sociedades”, *Revista General de Derecho*, no 615, 1995, pp.13.523-13.539.

⁸⁴ VICENT CHULIÁ, F., *Introducción al Derecho Mercantil*, vol 1, Valencia 23 ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2012.

⁸⁵ ALFARO AGUILA-REAL, J., “Interés social, interés del socio e interés de los acreedores” Post en blog *Almacén de Derecho*, [Consultado 6/4/2018 Disponible en: <http://almacenederecho.org/interes-social-interes-del-socio-e-interes-de-los-acreedores/>] 2015.

⁸⁶ SANZ BAYÓN, P., y PALOMERO BENAZERRAF, A., “Alcance de la Prohibición de Asistencia Financiera en las Adquisiciones Apalancadas” *Aranzadi civil-mercantil. Revista doctrinal*, nº3, vol. 2, 2013, pp. 69-104.

negativamente en la situación de solvencia de la compañía. Aunque en un primer momento se lleva a cabo el endeudamiento de la sociedad vehículo, en el momento de la adquisición y en su caso, de la posterior fusión, los acreedores de la sociedad *target* se verán afectados por el aumento del endeudamiento total al incluirse en el mismo balance su deuda previa y la deuda de adquisición. De la misma forma, si se prestasen garantías a la deuda del contrato de financiación, los acreedores también se verían afectados por ellas. Cabría preguntarse entonces si la normativa de asistencia financiera incentiva a las personas (o en este caso a las sociedades) a comportarse de manera legalmente óptima, en el sentido de atender al pago de sus deudas en el momento convenido. De nuevo puede considerarse insuficiente el argumento expuesto dado que los riesgos que se derivan de los préstamos concedidos o las garantías otorgadas inciden en el balance únicamente en forma de provisión contable⁸⁷.

Aunque esta apreciación es cierta, los cambios en las ratios de endeudamiento financiero sufren un cambio tan brusco que los niveles de riesgo implícito de una compañía van a aumentar el coste de la deuda que los antiguos acreedores no van a poder exigir. Bien es cierto que se puede argumentar, para el caso de las MLBO (adquisiciones apalancadas seguidas de fusión), que el proceso establecido en la Ley de Modificaciones Estructurales para fusiones en general incluye en su art. 44 un derecho de oposición de los acreedores por el que en buena medida este riesgo extraordinario quedaría cubierto. La verdadera aportación de la prohibición de asistencia financiera al buen comportamiento en las relaciones deudor-creedor quedaría en entredicho, no tanto por su efectividad, sino por la valía de su impacto marginal. En otras palabras, y *ceteris paribus*, si eliminásemos del ordenamiento esta prohibición, el aumento en el número de conductas ineficientes (impagos a acreedores por vaciamiento patrimonial) podría no ser relevante desde un punto de vista económico.

Algunos autores⁸⁸ concluyen a la vista de estos argumentos que la normativa de asistencia financiera es completamente prescindible ya que otras normas del sistema jurídico protegen los intereses que cubre dicha prohibición. Desde un punto de vista de eficiencia legislativa que no debemos perder, es posible que esta norma cree más problemas de los que aspira a solucionar.

⁸⁷ ÁLVAREZ, S., "Fusión apalancada y asistencia financiera..." *op. cit.*

⁸⁸ FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Revisión crítica de la prohibición de asistencia financiera" *Revista Aranzadi de Derecho de Sociedades* nº 3, 1994, pp.169-189.

Por último, puede aplicarse el análisis económico del Derecho como instrumento racionalizador de soluciones jurídicas, sirviendo de inspiración a jueces, árbitros o reguladores que vigilen cierto tipo de operaciones e incluso los encargados de la defensa técnica de las partes. Aunque nos estamos centrando más en el análisis del diseño de la norma, este punto es interesante. Es cierto que, la aplicación o *enforcement* de la misma es bastante compleja por la naturaleza de las operaciones en las que se suele dar, como vamos a ver en el próximo punto, apenas existen resoluciones sobre grandes LBOs. Lo cierto es que existe gran incertidumbre en cuanto al alcance de sus efectos como estamos discutiendo en este trabajo. Es papel del juez y de los responsables de la operación llevar a cabo un análisis coste-beneficio de aplicar la prohibición de manera más o menos extensiva, teniendo en cuenta no sólo los intereses de los accionistas o acreedores de las sociedades involucradas en concreto, sino las repercusiones económicas a mayor escala que esta aplicación puede tener. A la luz de la jurisprudencia⁸⁹ parece que hay que apostar, en general, por una aplicación restrictiva cuantos menos riesgos existan para socios minoritarios y accionistas⁹⁰. Una parte relevante de la doctrina⁹¹, llega a la misma conclusión al respecto.

Hemos de tener en cuenta que la nulidad puede ser declarada de oficio por el juez, y cualquier persona con cierto interés jurídico puede ejercitar una acción declarativa de nulidad⁹², más aún en el caso de sociedades cotizadas, ya que se atacarían intereses generales como el buen funcionamiento del mercado⁹³, lo cual refuerza la idea de optar por una aplicación restrictiva para minimizar la incertidumbre de este tipo de operaciones.

⁸⁹ Vid. Sentencia del Tribunal Supremo 413/2012, sala 1ª, de 2 de julio de 2012. (ROJ STS 6807/2012) “*En su desarrollo la recurrente sostiene que el Tribunal Supremo ha reiterado que la nulidad debe aplicarse restrictivamente y con mucha cautela, analizando para ello la índole y finalidad del precepto contrariado y la naturaleza, móviles, circunstancias y efectos previsibles de los actos realizados.*”

También pueden consultarse la sentencia del Juzgado de lo Mercantil nº 2 de Madrid, 194/06, de 15 de febrero de 2007. (ROJ JUR/2007/80724) o la Sentencia de la Audiencia Provincial de La Rioja, 288/2008, sección 1ª, de 17 de octubre de 2008. (ROJ AC/2009/140).

⁹⁰ El profesor ALFARO en su post “Lecciones: Asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones propias” *op. cit.* llega incluso a justificar una interpretación derogatoria (*interpretatio abrogans*) de la regulación de la asistencia financiera considerando como incorporadas a nuestro derecho las reformas de la 2da Directiva a la luz de lo que ya sucede en otros países de la Unión equiparándose al régimen de adquisición derivativa de acciones o participaciones propias.

⁹¹ SÁNCHEZ-CALERO, J., FERNÁNDEZ TORRES, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (Oportunidad y acierto del art. 35 LME).” *Documentos de trabajo del Departamento de Derecho Mercantil, Universidad Complutense de Madrid*, 2011.

⁹² La acción de declaración de nulidad es imprescriptible, aunque los efectos restitutorios de la misma deben estar sometidos al plazo genérico de prescripción del art. 1974 CC de las acciones personales, que actualmente es de cinco años.

⁹³ BAYONA GIMÉNEZ, R., “La Prohibición de Asistencia Financiera...” *op. cit.* p. 416.

La naturaleza de las grandes operaciones de LBO hace que exista al respecto cierto problema de *enforcement* de la ley, como ya hemos dicho. En España, como es sabido, los reguladores más relevantes son la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC). Estos organismos también tienen su relevancia en cuestiones de adquisiciones apalancadas y asistencia financiera. El primero gana especial relevancia cuando la sociedad *target* de la compra apalancada es una sociedad cotizada, ya que la oferta de adquisición debe ser aprobada por este organismo. La CNMC, por su parte, interviene en casos que puedan dar lugar a concentración empresarial que comprometan la competencia y el buen funcionamiento del mercado en el que operan las empresas. Teóricamente, ambos organismos podrían detectar la existencia de asistencia financiera y solicitar ante un juez la nulidad de las mismas, además de “congelar” los expedientes que estuviesen tramitando e incluso optar por no autorizar la operación.

Si bien existen numerosas sentencias en las que los tribunales españoles tratan la prohibición de asistencia financiera⁹⁴, como ya hemos dicho, las disputas derivadas de las grandes operaciones de LBO que se han dado en nuestro país no suelen canalizarse a través de la justicia ordinaria, por lo que hay una evidente falta de jurisprudencia al respecto. El único supuesto paradigmático de este tipo de operaciones que llegó a los tribunales fue la oferta pública de adquisición de acciones de la eléctrica Endesa por una de sus principales competidoras, Gas Natural, en el año 2005. Para ello, Gas Natural suscribió un contrato de financiación con un sindicato de bancos⁹⁵ y, paralelamente, un acuerdo con la eléctrica Iberdrola por el que Gas Natural se comprometía a vender activos localizados en el área de actuación de Iberdrola resultantes de la compraventa de Endesa a ésta última. Endesa impugnó este acuerdo al considerar que existiría asistencia financiera dado que se utilizarían activos de la sociedad *target* para repagar la deuda de su propia adquisición. Se solicitaron medidas cautelares tendentes a evitar que las cantidades obtenidas por dicho acuerdo no fuesen destinadas al reembolso o garantía del citado préstamo, ante el Juzgado de lo Mercantil núm. 3 de Madrid que fueron desestimadas en auto. La Audiencia Provincial de Madrid conoció de la apelación y

⁹⁴ Puede consultarse la anteriormente referenciada Sentencia del Tribunal Supremo 413/2012, sala 1ª, de 2 de julio de 2012. (ROJ STS 6807/2012) o la Sentencia de la Audiencia Provincial de Islas Baleares, 292/2009, sección 5ª, de 31 de julio de 2009. (ROJ AC/2015/1052)

⁹⁵ Aunque debemos resaltar que la OPA tenía un componente en acciones y un componente en metálico, fue éste último como es lógico el financiado a través de la deuda provista por las entidades financieras.

resolvió igualmente en auto⁹⁶ en enero de 2007 del mismo modo. No podía decirse, a juicio del tribunal, que la finalidad del contrato entre Gas Natural e Iberdrola fuese encaminada a garantizar el préstamo contraído, en particular debido a que dicha finalidad se debía más bien a garantizar el cumplimiento de las obligaciones impuestas por las distintas autoridades regulatorias del mercado eléctrico y de la competencia. De hecho, ni siquiera podía afirmarse que los fondos obtenidos por la venta de activos, provenientes por tanto de la sociedad *target*, se destinaran a la amortización anticipada del préstamo. De este auto puede concluirse que debe existir una fuerte relación causal entre el acto que debiera ser declarado nulo por incurrir en asistencia financiera y la financiación en sí misma, lo que es coherente con el análisis que llevamos haciendo hasta el momento.

Volviendo al texto de ALFARO⁹⁷ cuando las innovaciones tecnológicas, financieras o jurídicas evolucionan de tal forma que superan claramente lo regulado en códigos y leyes, como es el caso de las LBOs, los juristas deben tomar el papel de auxiliares de los agentes económicos por el que faciliten desde un criterio de eficiencia en los costes de transacción incurridos, el intercambio y la cooperación. No parece que la solución extrema de prohibir en cualquier caso cualquier tipo de asistencia financiera sea satisfactoria, y más dentro del contexto de libre mercado y circulación de capitales de la Unión Europea, que dará lugar a las asimetrías regulatorias que veremos en los siguientes apartados. La conclusión que se puede extraer del análisis económico de la prohibición de asistencia financiera que hemos llevado a cabo es que, si bien pueden existir intereses jurídicamente protegibles sin cubrir en caso de eliminar del ordenamiento jurídico esta norma, es probable que la mayor parte de conductas que pretenden evitarse se mantuvieran castigadas por otras normas contenidas en el mismo. Asimismo, los costes de transacción de las operaciones de fondos de *private equity* y otras adquisiciones apalancadas disminuirían presumiblemente. Para los accionistas vendedores de la sociedad *target* esto se traduciría en mayores ingresos y en una mejora generalizada de las valoraciones de las compañías analizadas por las firmas de capital riesgo por el mayor atractivo de las operaciones en este país. En última instancia, las operaciones de LBO serían más frecuentes, lo que supondrían inyecciones de capital extranjero en la economía española.

⁹⁶ Auto de la Audiencia Provincial de Madrid, 2/2007, sección 28ª, de 9 de enero de 2007. (ROJ AAP M 1003/2007)

⁹⁷ ALFARO AGUILA-REAL, J., “Los juristas -españoles- ...”, *op. cit.*

3.3 La regulación de la asistencia financiera en el Derecho Comparado

En este apartado del trabajo vamos a analizar las distintas regulaciones existentes en torno al fenómeno de la asistencia financiera en el derecho comparado. En concreto, vamos a fijarnos en el tratamiento distinto o no que pudiera existir entre las distintas modalidades de sociedades de cada derecho, y no tanto en otros temas, como, por ejemplo, las excepciones generales a la prohibición a asistencia financiera⁹⁸.

Como es lógico, la regulación de los países pertenecientes a la Unión Europea⁹⁹ se encuentra mayoritariamente armonizada, como ya hemos visto, con base en la Segunda Directiva y las posteriores reformas legislativas¹⁰⁰. Pese a ello, existen diferencias en la transposición que crean una situación de asimetría legal en lo que se supone es un mercado único con libre circulación de capitales que genera problemas como el que se analizará en el capítulo 4 de este trabajo. Ciertamente ha habido esfuerzos¹⁰¹ para facilitar operaciones de fusión transnacional como la fracasada sociedad anónima europea, pero es constatable la falta de instrumentos jurídicos para salvar las barreras legales que aún hoy existen en el mercado común.

FERRAN¹⁰² analiza de manera general los distintos regímenes existentes en Europa. Los países que se van a analizar en este apartado han sido elegidos por constituir las principales plazas financieras mundiales (Reino Unido, Estados Unidos¹⁰³ o Alemania), o por ser, en la práctica y por sus implicaciones fiscales, foco de intensa actividad de *private equity* (Países Bajos o Luxemburgo).

⁹⁸ Nos referimos al permiso a la asistencia financiera en el caso de operaciones de entidades financieras con sus clientes o a la asistencia financiera recibida por los empleados que van a adquirir la sociedad que les emplea.

⁹⁹ Seguimos considerando al Reino Unido como miembro de la Unión Europea ya que a fecha de la realización de este trabajo (febrero-marzo-abril de 2018) las conversaciones en torno al Brexit aún no han finalizado y ni siquiera está claro la dirección que tomará la salida del Reino Unido de la Unión Europea, y si ésta se producirá de manera efectiva. Los últimos acuerdos apuntan al año 2021 como el año en el que esta salida se producirá de manera definitiva.

¹⁰⁰ Aunque es evidente que por una mera cuestión temporal, la última directiva, de 2017, no ha sido traspuesta todavía.

¹⁰¹ VIVES RUIZ, F., PAREJO BALLESTEROS, D., “Marco Jurídico en el que se desarrollan las operaciones de control empresarial”. En VV.AA. *El papel de las instituciones públicas en las operaciones de control corporativo nacionales y transnacionales*. Fundación de Estudios Financieros, Madrid, 2008, pp. 63-116.

¹⁰² FERRAN, E., “Regulation of Private Equity-backed Leveraged Buyout Activity.” *ECGI Law Working Paper* nº 84/2007, 2007.

¹⁰³ Creemos que, debido a la importancia económica de este país, una breve mención al régimen norteamericano es necesaria.

3.3.1 Reino Unido

El Reino Unido, y en concreto su capital, Londres, es una de las plazas financieras mundiales más importantes, y como es lógico, uno de los principales focos de las actividades de *private equity* y adquisiciones apalancadas. Hemos hecho referencia ya, en este trabajo, a la influencia que tuvo el Reino Unido y su normativa previa en la regulación de la asistencia financiera por parte de las directivas mercantiles europeas.

La entrada en vigor de la Segunda Directiva en los años 80 supuso una cierta relajación de la prohibición británica de asistencia financiera, ya que la segunda directiva dejaba fuera de la prohibición absoluta a las *private companies*¹⁰⁴. Hasta ese momento, la prohibición de asistencia financiera en el Reino Unido era total, esto es, sin importar la forma corporativa de la sociedad adquirida. Esta prohibición se levantó parcialmente tras la transposición de la citada directiva, permitiéndose que las *private companies* adquiridas prestasen asistencia financiera bajo una serie de condiciones que establecían el límite de dicha asistencia en el mantenimiento o conservación de ciertos niveles de capital social y daban a los accionistas de la sociedad *target* voz en el proceso de toma de decisiones¹⁰⁵. La reforma de la *Companies Act* del año 2006 elimina cualquier tipo de prohibición o límite a la asistencia financiera para el caso de *private companies*, si bien dichas personas jurídicas siguen sujetas a mantener un determinado nivel de capital para evitar distribuciones de beneficios ocultas¹⁰⁶.

3.3.2 Alemania

En el caso alemán, se debe señalar que la conversión de *Aktiengesellschaft* (AG) a *Gesellschaft mit beschränkter Haftung* (GmbH)¹⁰⁷ de la sociedad *target* es una práctica muy utilizada para hacer que los activos de ésta puedan utilizarse como garantía de la financiación¹⁰⁸. Hay que recordar que para las GmbH también existe regulación sobre

¹⁰⁴ En Derecho de sociedades español, el equivalente a las *private companies* podría ser la sociedad de responsabilidad limitada (SRL o SL).

¹⁰⁵ Desde un punto de vista económico, esta reforma explica el auge de las operaciones de LBO en la Europa de los años 80, recibió además el apelativo de régimen “de blanqueo” (*whitewash regime*).

¹⁰⁶ Existe un régimen especial por el que se permiten reducciones de capital en caso de que exista una resolución especial del órgano equivalente a la junta general de accionistas que así lo proponga y esté respaldada por una declaración de solvencia de los administradores. *Companies Act, sections* 642, 643 y 644.

¹⁰⁷ El proceso sería similar al contenido en el art. 3 y ss. de la Ley 3/2009 de modificaciones estructurales para la transformación de una sociedad anónima en una sociedad de responsabilidad limitada.

¹⁰⁸ FERRAN, E., “Regulation of Private Equity-backed...” *op. cit.*

capital mínimo¹⁰⁹, y teóricamente queda prohibido prestar garantías para la financiación que recibe la sociedad vehículo si la ejecución de las mismas causara una disminución de los activos netos por debajo del límite establecido¹¹⁰. La consecuencia de los actos de prestación de asistencia financiera que violan las reglas de mantenimiento de capital mínimo es que los pagos que excedan dicho límite deben ser devueltos a la sociedad y los administradores resultarán responsables de los daños sufridos. La práctica profesional de la abogacía¹¹¹ salva este escollo añadiendo una cláusula en los contratos de financiación o en las cédulas de garantías otorgadas en las que limita la prestación de garantías al límite legal para evitar que los activos netos de la sociedad queden por debajo de dicho límite. FERRAN¹¹² va más allá y, citando un informe de la European Venture Capital Association, afirma que las garantías que sobrepasan los niveles de capital mínimo exigido, prestadas a favor de un tercero acreedor independiente, no son inválidas generalmente. Este extremo parece que debe ser tratado con cautela y la opción de incluir la cláusula anteriormente mencionada parece más adecuada y menos problemática.

3.3.3 Luxemburgo

El art. 49.6 y siguientes de la Ley de Sociedades de Capital luxemburguesa, tras la última reforma, establece un régimen muy laxo, quizás el más laxo de toda la Unión Europea junto al holandés, en lo relativo a la asistencia financiera. Un repaso de la última reforma¹¹³ nos lleva a incidir, entre otras materias, en la facilitación de las transformaciones sociales. La prestación de asistencia financiera está permitida para *sociétés anonymes*, *sociétés européennes*, y *sociétés en commandite par actions*,¹¹⁴

¹⁰⁹ STREHLE, E. P., “Germany: Financial Assistance.” *IBA Corporate and M&A Law Committee*, 2017. [Consultado 1/3/2018 Disponible en: <https://www.ibanet.org/Document/Default.aspx?DocumentUid=CABDB780-8E09-4C22-B943-9A043FD48876>]

¹¹⁰ El capital mínimo es de 25.000 €.

¹¹¹ BAKER & MCKENZIE.”Global LBO Guide” *op. cit.* pp. 137-152.

¹¹² FERRAN, E., “Regulation of Private Equity-backed...” *op. cit.*

¹¹³ ALLEN & OVERY, “Luxembourg Company Law Reform: The Essential Changes.” 2016. [Consultado 12/03/2018. Disponible en: www.allenoverly.com/publications/en-gb/Pages/Luxembourg-company-law-reform-the-essential-changes.aspx]

¹¹⁴ La ley guarda silencio respecto a las sociedades de responsabilidad limitada (SaRL), y de hecho existen ciertos errores técnicos que, de acuerdo con algunos abogados [HARLES] no pondrían a las SaRL bajo el régimen de permisión de asistencia financiera del resto de sociedades. Algunos interpretan, por tanto, que la asistencia financiera en caso de SaRL estaría prohibida, aunque es una postura en disputa que está a la espera de ser corregida por el legislador.

siempre que se cumplan una serie de condiciones, extraídas directamente de la directiva europea, que citamos a continuación¹¹⁵:

- Los administradores deben asegurarse de que la operación se desarrolla en condiciones de mercado justas. Asimismo, deberán preparar un informe en el que justifiquen la operación, los riesgos de liquidez y solvencia y el precio al que la sociedad vehículo va a adquirir las acciones que será presentado ante una junta general de accionistas. Este informe debe incluirse en el registro mercantil del país.
- La junta general de accionistas debe aprobar la operación a propuesta de los administradores, en las mismas condiciones en las que se aprobaría una reforma de estatutos sociales¹¹⁶.
- La compañía debe tener reservas distribuibles al menos iguales al valor de la asistencia financiera otorgada, pasando a ser no distribuibles una vez los accionistas aprueben la operación.

Cabe señalar, acerca de las consecuencias del incumplimiento de la normativa sobre asistencia financiera, remarca que, si bien no hay jurisprudencia disponible, la doctrina luxemburguesa se adhiere a la belga, considerando que los actos serán nulos de pleno derecho y se tratará de una infracción de orden público en la que la nulidad podrá ser solicitada por cualquier tercero interesado¹¹⁷.

3.3.4 Países Bajos

En el año 2006 se produjo una reforma de la ley que facilitaba la asistencia financiera por parte de sociedades de responsabilidad limitada o *Besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid* (BV), que algunos¹¹⁸ consideraron ambigua. Más tarde, en 2012, y con efectos desde el 1 de octubre de ese mismo año, quedó abolida la prohibición de asistencia

¹¹⁵ BAKER & MCKENZIE “Global LBO Guide” *op. cit.* pp. 221-235..

¹¹⁶ El quorum suele ser del 50% de acciones representadas, con una mayoría de 2/3 a favor de la operación.

¹¹⁷ HARLES, G. “Luxembourg: Financial Assistance.” *IBA Corporate and M&A Law Committee*. 2017. [Consultado el 1/3/2018 Disponible en: <https://www.ibanet.org/Document/Default.aspx?DocumentUid=C7C645DB-AD4E-49D5-87B7-75D548590375>].

¹¹⁸ VIETOR, D., SCHURT, E., “Ambiguity Remains for Dutch Buyouts”. *International Financial Law Review* 25(6), 2006, pp. 28-29.

financiera para la adquisición de acciones representativas del capital de una BV. Estamos pues ante un régimen laxo que incentiva mucho las actividades de LBO en este país.

No ocurre lo mismo con las *naamloze vennootschappen* (NV), el equivalente a las sociedades anónimas españolas, para los que existe una prohibición genérica de asistencia financiera¹¹⁹, con una importante excepción, formulada en términos muy similares a la normativa luxemburguesa a la que acabamos de referirnos. Desde 2008 se permite también a las NV prestar asistencia financiera a través de préstamos siempre y cuando exista una resolución del órgano de administración que, velando por el interés de la sociedad haya sido aprobada en la junta general de accionistas¹²⁰. También deben aportarse detallados informes inscribibles en el registro mercantil y en ningún caso el préstamo puede exceder las reservas distribuibles de la sociedad, además de dotarse otra reserva no distribuible por el importe del préstamo.

3.3.5 *Estados Unidos*

Debido a que la influencia británica en cuestiones jurídicas perdió peso en Estados Unidos tras su independencia, a finales del siglo XVIII, es lógico pensar que el régimen de asistencia financiera estadounidense se desvíe del régimen del resto de países europeos. No existe una prohibición general de asistencia financiera para una sociedad estadounidense, salvo si dicha compañía o la matriz estuviese en la lista de *Specially Designated Nationals and Blocked Persons*, si actúa en nombre de alguna persona de esa lista, si ha sido sancionada económicamente o si es una *investment company*¹²¹ o está bajo el control de la misma¹²².

La ley norteamericana pertenece sin duda a otra tradición económica y legal que explica, en buena medida, que Estados Unidos siga siendo considerado el centro mundial del *private equity* y las operaciones apalancadas.

¹¹⁹ RAAIJMAKERS, G. y RUTTEN, S. “The Netherlands: Financial Assistance.” *IBA Corporate and M&A Law Committee*. 2017. [Consultado el 10/04/2018 Disponible en: <https://www.ibanet.org/Document/Default.aspx?DocumentUid=D0F608B8-03D5-4930-AB56-FA09F23F2577>]

¹²⁰ Las mayorías dependen del quorum de dicha junta. Si está representado más de la mitad del capital, basta con una mayoría simple. Si hay representado menos del 50%, es necesario una mayoría de dos tercios. Existe también un régimen agravado para las sociedades cotizadas, en las que la aprobación del 95% del capital social es necesario, sin importar el quórum alcanzado.

¹²¹ Ha de entenderse *investment company* en el sentido de la Investment Company Act de 1940, por la cual debe estar registrada en la *Securities and Exchange Commission* (SEC).

¹²² BAKER & MCKENZIE “Global LBO Guide” *op. cit.* pp. 439-460.

4. LA PROBLEMÁTICA DE LA APLICACIÓN DE LA NORMA EN ESPAÑA EN EL CASO DE QUE LA SOCIEDAD ADQUIRENTE SEA EXTRANJERA

Hemos abordado el fenómeno de las adquisiciones apalancadas y de las entidades de *private equity* en general sin perder la perspectiva internacional, precisamente con el objetivo de presentar la problemática que en este punto vamos a abordar.

4.1 Planteamiento del problema

Téngase como referencia el siguiente esquema de una potencial operación de adquisición apalancada con claro componente transnacional.

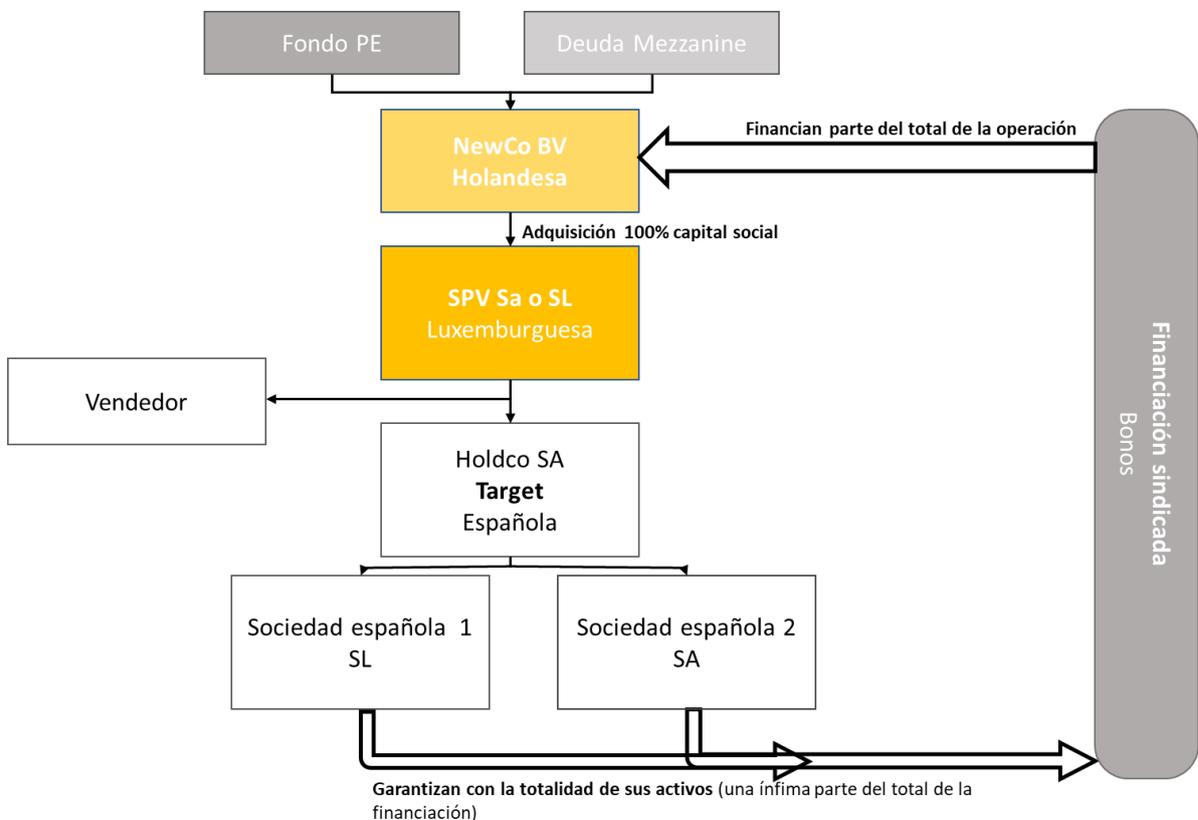


Figura 2: Estructura de una posible operación problemática. Elaboración propia.

En esta operación un fondo de *private equity* quiere adquirir una compañía española, la sociedad *target*, que es un holding que tiene en propiedad el 100% del capital de dos

sociedades españolas (“Sociedad española 1 SL” y “Sociedad española 2 SA”). Antes de realizar la venta, se constituye una sociedad en Luxemburgo (*société anonyme* o, incluso, debido a la actual laguna que ya hemos analizado, *société à responsabilité limitée*) como vehículo con un propósito especial (SPV, *special purpose vehicle*), a quien el dueño de las acciones de la sociedad *target* (el vendedor) transmite dichos títulos. En este caso, el derecho nacional de esta sociedad dominante no prohíbe la asistencia financiera, al contrario que el derecho español, que, como ya hemos analizado, sí lo hace.

El fondo de *private equity* inyectará en la sociedad vehículo cierta cantidad de capital social. Asimismo, ésta recibirá financiación otorgada por un sindicato de bancos para llevar a cabo la adquisición del SPV luxemburgués¹²³, por un alto porcentaje del total del valor de las acciones. La sociedad *target*, ante este acuerdo de financiación, prestará como garantía las participaciones y acciones de las sociedades españolas 1 y 2 respectivamente. Asimismo, las sociedades 1 y 2 pueden garantizar, con la totalidad de sus activos, el mismo crédito. Como hemos dicho, esto parece constituir sin demasiadas dudas un supuesto de asistencia financiera prohibido por la LSC, pero es práctica habitual en las operaciones de adquisición en las que la sociedad *target* forma parte de un grupo internacional o de una multinacional. Algunos autores han llegado a sugerir que, incluso si no existiera tal prestación de garantías, como los flujos de caja con los que se repaga la deuda proceden de la actividad económica de la sociedad *target*, se ha argumentado que se trataría de una vía circular para eludir la prohibición de asistencia financiera con un alto riesgo de ser constitutivo de fraude de ley (art. 6.4 del Código Civil)¹²⁴. No creemos que se haya de llegar a ese extremo en la aplicación de la ley, como vamos a discutir más adelante.

4.2 Análisis jurídico del problema y posibles soluciones

A grandes rasgos hay dos líneas de argumentación posibles ante este problema jurídico: o bien esta prohibición no “traspasa” fronteras y no afectaría a la operación en caso de que la matriz sea extranjera, o bien la prohibición española de asistencia financiera es lo

¹²³ También cabe aquí, como se citó anteriormente, otro tipo de financiación externa como deuda *mezzanine*, subordinada o incluso financiación *high yield* obtenida en el mercado de capitales.

¹²⁴ TRIAS SAGNIER, M., “La problemática de asistencia financiera” en TRIAS SAGNIER, M., (coordinador) *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España*. Ed. Marcial Pons, Madrid, 2006, pp. 157-159.

suficientemente “exorbitante” como para abarcar la asistencia financiera prestada por filiales españolas a su matriz extranjera. Lo cierto es que la doctrina no se ha pronunciado de manera extensa respecto a esta problemática, pero los abogados de los despachos que suelen intervenir en este tipo de operaciones suelen decantarse por el primero de los dos argumentarios que expondremos a continuación.

Vamos a analizar por separado ambas posibilidades atendiendo a criterios jurídicos y económicos o de eficiencia regulatoria¹²⁵. El análisis económico del Derecho, desde una perspectiva normativa aspira a analizar el contenido de la norma en función de su adecuación para la consecución de los objetivos perseguidos¹²⁶. En el caso de la asistencia financiera, como hemos discutido anteriormente, estos objetivos son de distinta naturaleza, lo que complica en parte el análisis, pero tienen un denominador común, ya que no se busca prohibir un resultado, sino evitar que ese resultado se alcance perjudicando los intereses de acreedores o socios¹²⁷. Se debe aspirar a proteger los intereses de los acreedores de las filiales y la integridad patrimonial de la sociedad, o, en otras palabras, a proteger los intereses de los socios, especialmente los minoritarios. Esta última dimensión da lugar a posibles contradicciones como la que se daría en caso de que la prohibición de asistencia financiera dificultara la transmisión de acciones propias para cumplir con la normativa de autocartera, si esta venta se hiciera con descuento, lo que para algunos ya es constitutivo de asistencia financiera prohibida. Aunque se advierte un empeño en no poner obstáculos al proceso de enajenación de acciones propias, la mala técnica legislativa hace posible esta contradicción entre artículos ubicados en el mismo capítulo de la misma ley¹²⁸.

¹²⁵ La consideración de una norma como eficiente, desde el punto de vista económico, hace referencia a una “eficiencia de Kaldor-Hicks”, que es la que se da si los beneficios agregados de aquellas personas impactadas favorablemente por la regulación superan los costes agregados impuestos a las personas que reciben el impacto desfavorable de la misma. *Vid.* CRESPI, G., “Presenting a Critical Perspective on “Economic Efficiency” in Law and Economics Courses” *SMU Law Review*, vol. 71, pp. 319-320, 2018.

¹²⁶ HINOJOSA MARTÍNEZ, L. M., “La regulación jurídica del sistema económico internacional”. En HINOJOSA MARTÍNEZ, L. M. y ROLDÁN BARBERO, J., (coords.) *Derecho internacional económico*. Ed. Marcial Pons, Madrid, 2010, pp. 29-31

¹²⁷ BAYONA GIMÉNEZ, R., *La Prohibición de Asistencia Financiera... op. cit.* p. 463.

¹²⁸ PERDICES HUETOS, A., “Asistencia financiera y compra de empresa.” En SEBASTIAN QUETGLAS, R., (Dir.) JORDANO LUNA, M., (Coord.) *Manual de fusiones y adquisiciones*. Editorial La Ley-Wolters Kluwer, Madrid, 2016, pp. 334-335.

4.2.1 *Validez de la prestación de asistencia financiera*

Las grandes operaciones corporativas de fusiones y adquisiciones o LBOs revisten una complejidad técnica mucho mayor de lo que los legisladores nacionales suelen tener en mente a la hora de aprobar las normas que las rigen. En la práctica, ha surgido una “*transaction law*”¹²⁹ internacional a partir de las prácticas comunes de las firmas de abogacía internacional, auditores y consultores muy influenciada por conceptos jurídicos anglosajones que ha desplazado a las normativas nacionales no sólo en caso de operaciones transnacionales o “*cross border*” sino también en las operaciones nacionales. La norma nacional aplicable a la operación es cada vez más irrelevante, siendo muy frecuentes exhaustivos contratos que en muchos casos se convierten en estándares para la realización de operaciones similares. Esta postura es la que lleva a la mayor parte de despachos españoles a no mostrar excesiva atención a la problemática que aquí se trata.

Algunos autores¹³⁰, defienden que la perspectiva relevante debe ser la de la sociedad dominante, no la de la sociedad dominada. Para sustentar su posición, se apoyan en el art. 158 LSC, que, si bien regula el fenómeno de la autocartera, se encuentra en el mismo capítulo¹³¹ que la prohibición de asistencia financiera. El tenor literal del art 158 LSC dice así: “*Las disposiciones de este capítulo referidas a operaciones que tienen por objeto participaciones o acciones de la sociedad dominante serán de aplicación aun cuando la sociedad que las realice no sea de nacionalidad española*” por tanto, habrá que aplicar el régimen legal español en cualquier caso en el que la sociedad dominante sea española, sin importar la nacionalidad del adquirente o de las filiales. *Sensu contrario*, si la matriz o dominante es extranjera, sería de aplicación la normativa extranjera. Desde un punto de vista teleológico, estos autores apuntan a que el objetivo de la prohibición de asistencia financiera está encaminada a proteger los intereses de los accionistas de la dominante, pero obvian el resto de intereses de acreedores, por ejemplo, ya mencionados (y también el de los posibles socios minoritarios de las sociedades dominadas). El argumento teleológico, en este caso, no resulta del todo satisfactorio, bajo nuestro punto de vista, si bien el argumento de la interpretación a contrario parece consistente con la interpretación

¹²⁹ PICOT, G., “Economic and Business Law Parameters for the Planning of Mergers and Acquisitions.” En PICOT, G., *Handbook of international mergers and acquisitions*. Ed. Palgrave Macmillan, Londres, 2002, pp. 24-26.

¹³⁰ PERDICES HUETOS, A., “Asistencia financiera y ...” *op. cit.* pp. 320-326.

¹³¹ Concretamente, el capítulo IV de “Los negocios sobre las propias participaciones y acciones”.

restrictiva que suelen hacer los propios tribunales de la prohibición de asistencia financiera.

Si seguimos este punto de vista, que, como ya hemos dicho, parece comprender a la mayor parte de la doctrina y abogados, la conclusión en nuestro caso, para dirimir si la prestación de garantías por parte de las filiales españolas es un supuesto de asistencia financiera prohibida, es que sería de aplicación la normativa del SPV (luxemburgués, holandés, o de donde se prefiera) que actúa como sociedad dominante de la sociedad *target* y sus filiales. Desde esta perspectiva, sería razonablemente sencillo argumentar la elusión del régimen español contenido en los artículos 143.2 y 150 LSC.

4.2.2 Prohibición de asistencia financiera “exorbitante”

Puede argumentarse que en ningún caso el tenor literal del art. 158 puede suponer una limitación del ámbito de aplicación de la Ley de Sociedades de Capital española, ya que, si acudimos a la literalidad del texto, no encontramos nada parecido. Esta posición se basa en un argumento a contrario que desde un punto de vista de política legislativa, y conociendo las pretensiones *legeforistas*¹³² de los estados nacionales, puede ser difícil de dar por válido. Quienes piensan que la normativa aplicable al caso es la contenida en el régimen español deben construir su argumentación con base en el art. 9.11 del Código Civil, que establece que “*La ley personal correspondiente a las personas jurídicas es la determinada por su nacionalidad, y regirá en todo lo relativo a capacidad, constitución, representación, funcionamiento, transformación, disolución y extinción.*” Debe considerarse en este punto que la prestación de aquello que estaría sujeto a la prohibición de asistencia financiera sea en forma de concesión de préstamo o prestación de garantías personales o reales, al tener cierta entidad económica se embarca en la parte relativa al funcionamiento de la sociedad. La evaluación de los actos de administradores y las decisiones de los órganos de representación social que toman, por ejemplo, la decisión de pignorar ciertos activos fundamentales o la prestación de garantía personal, por tanto, parece que debe hacerse desde el derecho de cada sociedad, salvo que una norma con rango de ley, o un texto institucional europeo o convenio internacional dispusiere lo contrario.

¹³² Se define el término “*legeforismo*”, desde la óptica del Derecho Internacional Privado, como la tendencia de los Estados a aplicar la ley nacional a aquéllos supuestos en los que hay elementos de internacionalidad.

Respecto a esta última cuestión, la existencia de reglamentos europeos u otros convenios, debemos señalar que lo relativo a la normativa aplicable en materia de derecho de sociedades intracomunitariamente fue excluida del Convenio de Roma de 1980 y su sucesor, el Reglamento de Roma I, en los arts. 2 e)¹³³ y 1 f)¹³⁴ respectivamente. No existe, a día de hoy, una norma europea que fije la ley aplicable a las sociedades, aunque existe cierta jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE) que no puede ser ignorada¹³⁵. Los derechos nacionales de cada país fijan distintos puntos de conexión, desde el lugar en el que se “incorporó” la sociedad¹³⁶ al lugar de sede real del órgano de administración o criterios mixtos. En el caso español, en virtud del art. 9.11 CC, parece que el legislador optó por el criterio de incorporación, aunque de hecho conocer ésto es irrelevante pues en el supuesto que estudiamos (y generalmente en la práctica) el órgano de administración y la sede real de la sociedad también se mantienen en España. En el asunto Cartesio¹³⁷, si bien, en relación con la libertad de establecimiento, el TJUE establece que *“un Estado miembro ostenta la facultad de definir tanto el criterio de conexión que se exige a una sociedad para que pueda considerarse constituida según su Derecho nacional y, por ello, pueda gozar del derecho de establecimiento como el criterio requerido para mantener posteriormente tal condición”*. Como el art. 9.11, que fija la *lex societatis* española, incluye, sin aparente diferencia, la constitución y el funcionamiento en el mismo precepto, no podemos sino concluir que el derecho aplicable a nuestro caso sería el de la Ley de Sociedades de Capital española.

¹³³ [Las disposiciones del presente Convenio... No se aplicarán:] “e) a las cuestiones reguladas por el derecho de sociedades, asociaciones y personas jurídicas, tales como la constitución, la capacidad jurídica, el funcionamiento interno y la disolución de las sociedades, asociaciones y personas jurídicas, así como la responsabilidad legal de los socios y de los órganos por las deudas de la sociedad, asociación o persona jurídica.”

¹³⁴ Se excluirán del ámbito de aplicación del presente convenio: “f) las cuestiones pertenecientes al Derecho de sociedades, asociaciones y otras personas jurídicas, relativas a cuestiones como la constitución, mediante registro o de otro modo, la capacidad jurídica, el funcionamiento interno y la disolución de sociedades, asociaciones y otras personas jurídicas, así como la responsabilidad personal de los socios y administradores como tales con respecto a las obligaciones de la sociedad u otras personas jurídicas.”

¹³⁵ GARCIMARTÍN, F., “De nuevo sobre la ley aplicable a las sociedades en Europa: ¿hacia un futuro Reglamento?” Post en *Blog Almacén de Derecho*, [Consultado 27/3/2018 Disponible en: <http://almacendederecho.org/de-nuevo-sobre-la-ley-aplicable-a-las-sociedades-en-europa-hacia-un-futuro-reglamento/>] 2015.

¹³⁶ GARCIMARTÍN, F., “De nuevo sobre la ley aplicable...” *op. cit.* define el lugar de incorporación como el de la ley bajo la cual se ha constituido.

¹³⁷ Asunto Cartesio, en concreto párrafo 110: Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea C-210/06 (Gran Sala) de 16 de diciembre de 2008. (ECR I-9641)

Podría argumentarse que la nulidad o no de un contrato que constituye asistencia financiera debería estudiarse desde una óptica puramente contractualista, y no tanto societaria, (pensemos en el análisis de una garantía real prestada por una filial española), en cuyo caso sí sería de aplicación el reglamento de Roma I. Bajo esta normativa, la ley aplicable sería, en principio, la que las partes elijan (art. 3). En su defecto, el art. 4.2 establece que “*el contrato se regirá por la ley del país donde tenga su residencia habitual la parte que deba realizar la prestación característica del contrato*”. En el caso de un contrato de garantía, parece que la norma europea remite también a la ley nacional de la sociedad filial en ausencia de acuerdo entre las partes, es decir, a la normativa española en nuestro caso, por lo que el contrato sería nulo. Sin embargo, nos inclinamos aquí por adoptar una perspectiva de análisis de la cuestión desde el punto de vista de las leyes de sociedades, puesto que la prohibición de asistencia financiera es una cuestión que afecta a la sociedad en su conjunto y no se hace hincapié en los tipos contractuales concretos (prueba de ello es que en la normativa española se prohíbe cualquier tipo de asistencia financiera). Son las actuaciones de los órganos de administración y de la junta general las que deben ser estudiadas a la luz de la Ley de Sociedades de Capital correspondiente.

A mayor abundamiento, y aunque lo que aquí se trata es una cuestión de derecho aplicable y no de juez competente, merece la pena examinar lo que establece el Reglamento de Bruselas I bis (y su predecesor, Bruselas I, en idénticos términos) relativo a la competencia judicial, el reconocimiento y la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil. Concretamente, el art. 24 2) establece que “*en materia de validez, nulidad o disolución de sociedades y personas jurídicas, así como en materia de validez de las decisiones de sus órganos, los órganos jurisdiccionales del Estado miembro en que la sociedad o persona jurídica esté domiciliada; para determinar dicho domicilio, el órgano jurisdiccional aplicará sus normas de Derecho internacional privado*”. Queda claramente establecido que para el caso que nos ocupa, serían los órganos jurisdiccionales españoles los que deberán conocer de la validez de las decisiones de los órganos de administración. Aunque por supuesto no es extraño que en materia de Derecho Internacional Privado el juez competente tenga que aplicar Derecho extranjero, esta disposición nos da una idea del carácter especial y reservado a leyes y jueces nacionales que aún hoy tiene una parte del derecho societario en el contexto europeo, y la vocación del legislador europeo de respetar este extremo.

Además, como hemos dicho, los argumentos teleológicos que harían a la normativa de la sociedad dominante aplicable en nuestro supuesto concreto pueden no resultar satisfactorios para algunos. Si entendemos que una asistencia financiera de las filiales, generalmente en forma de prestación de garantías personales o reales, para la adquisición apalancada de una dominante de mucho mayor tamaño pudiera suponer un riesgo grande para la situación patrimonial de aquéllas, es evidente que la protección debería tenerse en cuenta en base a las normas societarias de sus países, en este caso, las españolas.

Por el contrario, esta postura limitaría y añadiría costes transaccionales a las operaciones transnacionales, además de tener el riesgo de ahondar, a falta de una adecuada armonización, en las diferencias jurídicas societarias entre miembros de la Unión Europea y entre ordenamientos jurídicos distintos en general, pero próximos desde un punto de vista de integración económica.

4.3 Solución preferida

Analizadas ambas posturas, y aun teniendo en cuenta que no se trata de la postura mayoritaria, nos inclinamos a pensar que el derecho aplicable a las filiales españolas debiera ser el derecho español y no el de la sociedad dominante. La cuestión que aquí hemos tratado no tiene una solución sencilla y ninguno de los argumentos para defender una u otra postura resultan, a nuestro juicio, plenamente convincentes. También somos conscientes, y de hecho compartimos, que la normativa societaria no puede tener la aspiración de regular cada posible riesgo o conflicto social que pueda surgir. Los riesgos ya mencionados que aducen quienes se oponen a una interpretación teleológica centrada en los efectos sobre la sociedad dominante, como la que se ha hecho anteriormente, son un claro caso de lo que debería quedar fuera de esta regulación, en particular porque ya existe la rama concursal para dar soluciones a la problemática que pudiera surgir¹³⁸. Este extremo es útil para el siguiente apartado del trabajo, que tiene una orientación normativa *de lege ferenda*.

Desde una óptica económica de la cuestión no podemos asegurar que la postura que aquí defendemos sea la más eficiente, y desde luego creemos que es la que más obstáculos

¹³⁸ PERDICES HUETOS, A., “Asistencia financiera y ...” *op. cit.* p. 323.

podría generar para las transacciones internacionales y las adquisiciones apalancadas, más concretamente. Pero lo cierto es que, tal y como están las cosas en este momento, desde una perspectiva jurídica pura, otras interpretaciones son más complicadas de justificar. Ello no es óbice para que en un futuro las reformas normativas vayan encaminadas a seguir lo que la interpretación de la doctrina mayoritaria ha venido señalando hasta el momento.

5. PROPUESTA PARA UNA REGULACIÓN DESEABLE DE LA CUESTIÓN. ESPECIAL MENCIÓN A LA MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA EUROPEA

La problemática que aquí se ha expuesto tiene dos orígenes que en realidad constituyen dos caras de una misma moneda: la inexistencia de una norma de conflicto a nivel europeo o internacional que determine la ley aplicable para las cuestiones de derecho societario que aquí han sido estudiadas y la mala armonización del derecho de sociedades europeo material en cuestiones de relevancia económica, que ha dado lugar a las asimetrías regulatorias expuestas.

El problema, pues, puede abordarse desde dos vertientes desde una perspectiva de política legislativa: puede crearse un reglamento que determine la ley aplicable a cuestiones de derecho societario o pueden reformarse las directivas para limitar (aún más) el poder de decisión de los Estados miembros respecto a ciertas materias. Debemos resaltar en este punto que no son ni mucho menos dos opciones alternativas, sino que pueden combinarse ambas.

La posibilidad de crear un reglamento que determine la ley aplicable a cuestiones de derecho societario ya ha sido explorada por la propia Comisión Europea y parece que la evidencia empírica apunta a que es necesario¹³⁹. Existen además algunos antecedentes históricos, como la fracasada Convención de 1968 sobre conflicto de leyes en materia de sociedades¹⁴⁰. En particular, el apoyo a establecer claras normas de conflicto es superior al de apostar por la armonización del derecho sustantivo¹⁴¹, aunque ambas medidas serían bien recibidas por los miembros de la comunidad jurídica de los países europeos. Desde nuestro punto de vista, creemos que un reglamento de este tipo sería más eficiente económicamente pues ya se han demostrado los problemas de la armonización del derecho sustantivo. Asimismo, la cesión de soberanía legislativa percibida se antoja menor, en un momento histórico en el que la pertenencia a la Unión Europea ha pasado

¹³⁹ Vid. MUCCIARELLI, F., GERNER-BEUERLE, C., SCHUSTER, E-P., SIEMS, M. M., “Study on the Law Applicable to Companies. Final report” *Documento de la Comisión Europea*, 2016, pp. 33-90. Además de las reflexiones jurídicas, es muy interesante la aproximación empírica de los autores al tema y su justificación, utilizando modelos econométricos, técnicas estadísticas de clusterización y encuestas a juristas.

¹⁴⁰ GARCIMARTÍN, F., “De nuevo sobre la ley aplicable...” *op. cit.*

¹⁴¹ MUCCIARELLI, F., GERNER-BEUERLE, C., SCHUSTER, E-P., SIEMS, M. M., “Study on the Law Applicable...” *op. cit.* p. 90.

de ser un motivo de orgullo a un arma política arrojadiza. La doctrina más autorizada¹⁴² ya ha apuntado a los principales aspectos a abordar por un futuro reglamento; la determinación de la ley aplicable a cada sociedad, las materias que han de regirse por la citada ley aplicable y los cambios de ley aplicable en casos de transferencias de la sede social. No podemos sino entender esta propuesta de contenido como válida y adecuada, ya que creemos que ofrecería una solución jurídica irreprochable para el caso que hemos presentado en el apartado anterior.

Otros autores¹⁴³ aspiran a que se formule un nuevo *ius commune*, un Derecho de Sociedades común a toda Europa, con dos posibles orígenes; uno supranacional, a través de reglamentos o directivas europeas, y otro descentralizado, con la confluencia de los distintos derechos nacionales. La técnica que parece más adecuada es la armonización del derecho europeo a través de compilaciones que tengan un origen quizás privado, al estilo UNIDROIT (sobre contratos comerciales internacionales) o PECL (principios de derecho europeo de los contratos). Otra opción sería institucionalizar mediante una especie de proceso de codificación (incluso partiendo de una compilación teórica similar a los PECL). Esta técnica tiene un riesgo inherente claro: como todo proceso de codificación, puede tenderse a reducir las fuentes de conocimiento y el abandono del estudio del derecho comparado, y tiene muchos detractores¹⁴⁴. Nosotros pensamos que en los últimos años se han dado ciertos cambios económicos y tecnológicos que son lo suficientemente disruptivos como para considerar un cambio de paradigma en las economías de mercado de la Unión Europea, y concretamente en la economía española.

Sea cual sea la técnica de armonización utilizada, y en lo que concierne al objeto de estudio de este trabajo, podemos identificar unos puntos clave que la regulación del derecho de sociedades europeo y concretamente los límites de asistencia financiera, podrían incluir.

¹⁴² GARCIMARTÍN, F., “De nuevo sobre la ley aplicable...” *op. cit.*

¹⁴³ FLECKNER, A., “El futuro del Derecho de Sociedades en Europa: cuestiones de procedimiento y metodología” Post en blog *Almacén de Derecho* [Consultado el 28/03/2018 Disponible en: <http://almacendederecho.org/futuro-del-derecho-sociedades-europa-cuestiones-procedimiento-metodologia/>] 2017.

¹⁴⁴ En general, la codificación del derecho mercantil cuenta con muchos detractores, entre otros, ALFARO AGUILA-REAL, J., “El Anteproyecto de Código Mercantil” Post en el *Blog Derecho Mercantil España* [Consultado el 28/03/2018 Disponible en: <http://derechomercantilesana.blogspot.com.es/2014/06/el-anteproyecto-de-codigo-mercantil-i.html>] 2014.

- En primer lugar, y a expensas de lo que pudiera fijar un reglamento de conflictos de leyes como el que ya hemos hablado, un texto de armonización europeo podría incluir una norma de conflicto clara que determinara la normativa aplicable para evaluar los posibles casos de asistencia financiera, tanto para las actuaciones de las filiales como las de las matrices. De esta forma se solventaría la principal problemática que se ha estudiado en este trabajo.
- El primer punto del artículo 64 de la nueva directiva 2017/1132/UE que regula la asistencia financiera establece que *“Cuando la legislación de un Estado miembro permita a una sociedad, directa o indirectamente, adelantar fondos, conceder préstamos o dar garantías para la adquisición de sus acciones por un tercero, esas operaciones estarán sujetas a las condiciones enunciadas en los apartados 2 a 5.”* Parece que el legislador europeo ha dejado de ver las operaciones de asistencia financiera como algo intrínsecamente perverso y comienza a aceptar, como también hemos sostenido en este trabajo, que la prohibición total de la asistencia financiera carece de sentido por ineficiente. Sin embargo, la regulación de esta nueva directiva no nos deja satisfechos. Este punto deja claramente a la elección del poder legislativo de cada estado miembro levantar o no la prohibición de asistencia financiera, lo cual no ayuda a la armonización de las legislaciones, que debería ser el objetivo último de cualquier normativa europea. Es más, con esta formulación, la “opción por defecto” es la regulación sobre la cuestión que hubiera anteriormente en cada estado, la que ha generado tantos problemas. La importancia de las opciones por defecto o *defaults*¹⁴⁵ hace que esta formulación sea dañina para los intereses de armonización perseguidos. Creemos que el primer punto del artículo debería especificar que la asistencia financiera se entiende permitida. No entendemos que haya motivos racionales por los que un estado miembro optase por prohibir una conducta que, como hemos visto, va a llevarse a cabo a través de estructuras contractuales más o menos legítimas en el país con el que puede hacer frontera. Aun así, podría añadirse una cláusula por la que se

¹⁴⁵ Una curiosa aportación de la economía conductual (*behavioral economics*) ha sido precisamente poner el foco en las opciones por defecto al diseñar marcos de decisión. Vid. JOHNSON, E. J., GOLDSTEIN, D., “Do defaults save lives?” *Science*, vol. 302, 2003, pp.1338-1339. Entendemos pues en este análisis a los legisladores nacionales como agentes también expuestos a sesgos conductuales y tendencia a la procrastinación, por lo que se complicaría la aspiración de armonización de la ley societaria europea en esta materia.

habilitara a los Estados miembros a prohibir la asistencia financiera, pero entendiéndose siempre derogada la anterior legislación.

- El tercer punto del art. 64 contempla que las operaciones de asistencia financiera deben ser aprobadas de conformidad con las normas de quorum y mayorías del art. 83, es decir, dos tercios del capital representado en junta general o una mayoría simple si la mitad del capital suscrito está representado en dicha junta. Aunque se trata de una mayoría cualificada, el problema del conflicto de intereses que perjudiquen al socio o socios minoritarios puede ser grave. En la inmensa mayoría de los casos no hace falta aportar ninguna solución, porque se entiende que una vez prestada la asistencia financiera, la compraventa de acciones se llevará a cabo y el socio minoritario recibirá el valor de sus participaciones en dinero en metálico, todo ello presuponiendo que la transacción se lleva a cabo en condiciones justas de mercado. La exigencia de dichas condiciones justas de mercado aparece en la directiva en el punto 2, respecto a la asistencia financiera prestada, pero no respecto a la compraventa posterior. Creemos que con el fin de mitigar este conflicto de interés y evitar posibles abusos a accionistas minoritarios, especialmente de aquellos que tengan menos participaciones que la mínima de bloqueo de las citadas decisiones en junta general, debería existir una cláusula equivalente acerca de la posterior compraventa de acciones y su ejecución en condiciones justas de mercado, al igual que los negocios que supongan asistencia financiera.
- En la actual regulación de la directiva, los acreedores, no tienen, en principio, un mecanismo de tutela efectiva de sus intereses económicos. Aunque como hemos dicho *supra* el efecto inmediato de la asistencia financiera es irrelevante para un acreedor, puede comprometerse en el medio y largo plazo la situación de solvencia. Instar a una posterior fusión en caso de que la asistencia supere cierto umbral para que entren en juego los mecanismos de derecho de oposición a los que anteriormente nos hemos referido puede ser una buena opción para salvaguardar los intereses de los acreedores.

La propuesta normativa que se ha realizado en este apartado del trabajo tiene un alcance claramente europeo. En lo relativo a España, parece claro que la actuación más inmediata

en la regulación de la prohibición de asistencia financiera pasa por modificar la Ley de Sociedades de Capital para incluir las posibilidades que ofrece el art. 64 de la directiva 2017/1132/UE, que no son otras que las de permitir una asistencia financiera con unos motivos económicos mínimos y con unos límites que aseguren la solvencia de la sociedad que la presta, además de dotar contablemente una reserva indisponible por el valor de la asistencia prestada. Creemos que es una actuación de mínimos para adecuarse al resto de legislación de las principales plazas financieras europeas, ya que en la actualidad esta asimetría puede crear problemas y generar costes e inseguridad jurídica completamente innecesarios y evitables.

6. CONCLUSIONES

En el presente trabajo se ha tratado de analizar la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias que existe actualmente en nuestro país, especialmente en el marco de las adquisiciones apalancadas por operadores de capital riesgo con componente transnacional. Para ello, hemos recurrido al análisis económico de la regulación en concreto, tanto a nivel nacional como a nivel europeo, y después hemos presentado y propuesto resoluciones para un caso conflictivo sobre esta materia al que se enfrentan los practicantes de la abogacía internacional de los negocios. En concreto, podemos extraer las siguientes conclusiones:

1. La regulación actual de la cuestión en el derecho societario español, que se encuentra principalmente en los artículos 143 y 150 de la Ley de Sociedades de Capital, así como el art. 35 de la ley de modificaciones estructurales, genera inseguridad jurídica a la hora de articular operaciones de adquisición apalancada, concretamente en lo relativo a la financiación de éstas, así como con el relacionado diseño de los paquetes de garantías. Esto constituye una barrera a la inversión y a la entrada de capitales en la economía española que puede tener efectos macroeconómicos adversos en el largo plazo, en especial dado que países de nuestro entorno ya no cuentan con una regulación de una naturaleza tan prohibitiva y puede darse un fenómeno de desplazamiento de la inversión hacia países de coyuntura económica similar.
2. La consecuencia de la contravención de la prohibición de asistencia financiera es la nulidad del acto, ahora bien, tampoco existe acuerdo unánime en la doctrina en cuanto al alcance de esta nulidad. Aunque parece claro que el negocio de transmisión de las acciones o participaciones está excluido del alcance de la prohibición, la doctrina no es unánime en otros aspectos de relevancia económica como, por ejemplo, respecto a la financiación con un tercero de buena fe que ha sido garantizada con actos nulos por constituir asistencia financiera. A este respecto tendemos a respetar la autonomía de los distintos contratos y a no entender como nulo el contrato por el que se financia la operación, ya que se introduciría otro elemento de inseguridad jurídica que dificultaría aún más las operaciones apalancadas bajo jurisdicción española. En otras palabras, no se produce el contagio de la nulidad de un contrato a otro, puesto que la equivalencia de causa es discutible y la nulidad de

todo contrato relacionado acarrearía el problema de, por un lado, decidir cuál es el límite de esa nulidad y, por otro lado, entrar a valorar la existencia de buena o mala fe o negligencia de otras partes, terceros ajenos a la sociedad.

3. Desde el punto de vista del análisis económico del Derecho, la prohibición de asistencia financiera, tal y como se articula en la actualidad en el derecho societario español, es una regulación ineficiente pues pone trabas a mecanismos de autorregulación del mercado, resulta redundante dado que hay otras normas que ya regulan varias de las conductas que pretenden limitarse y puede llegar a dificultar *de facto* el fin último de cualquier sociedad mercantil, que es la generación de beneficio económico para sus socios. El incremento en los costes de transacción implícitos a cualquier operación de adquisición apalancada que introduce la prohibición de asistencia financiera española no es justificado por la protección marginal de intereses de socios, trabajadores o accionistas que ésta añade.

Todo esto ha llevado a la jurisprudencia a aplicar de manera muy restrictiva la prohibición de asistencia financiera, aunque es reseñable que existe poca jurisprudencia que aborda la asistencia financiera en el marco de grandes adquisiciones apalancadas.

4. A nivel europeo, tanto en el ámbito de regulación comunitaria como de derecho material de otras economías del mismo entorno, la prohibición de asistencia financiera va camino de desaparecer. Las sucesivas reformas, y en especial la última, de la directiva que aspira a favorecer la armonización del derecho de sociedades a nivel europeo, pendiente de trasposición en la mayor parte de las jurisdicciones, es un claro ejemplo. A grandes rasgos se permiten este tipo de negocios siempre y cuando se cumplan unas condiciones claras relativas a la información y a la formación de la voluntad social.

En países considerados como focos financieros de la Unión Europea (Reino Unido, Alemania, Luxemburgo y Países Bajos) ya se había aprovechado la continua relajación de la prohibición de asistencia financiera en la normativa europea para permitir estos actos en algunas formas sociales y bajo ciertas restricciones en cuanto a la cuantía de dicha asistencia relativa al patrimonio neto.

5. Esta asimetría regulatoria genera problemas de ley aplicable cuando la matriz, sociedad *target* de la operación de adquisición apalancada, está sometida a las leyes de uno de los países anteriormente citados mientras que las filiales, que son las que ejecutan los actos susceptibles de ser considerados asistencia financiera, están domiciliadas en países como España, con una regulación mucho más severa de la cuestión. La inexistencia de normas de conflicto claras ha hecho que la doctrina opte por soluciones análogas basadas en la regulación de la autocartera que consideran el derecho aplicable aquél que sea aplicable a la matriz.

Desde el punto de vista expresado en este trabajo, y atendiendo a los intereses que se aspiran a proteger, concluimos que, en contra de la doctrina mayoritaria, debiera aplicarse la normativa de los países en los que están domiciliados las filiales, aunque somos conscientes de las implicaciones negativas que tiene esta solución.

6. Para evitar esta problemática, sugerimos dos propuestas *de lege ferenda*. Por un lado, el desarrollo de un reglamento de ley aplicable a cuestiones de derecho societario, que dejaría claras las normas de conflicto que han de determinar las normas que deben gobernar estas situaciones. Entendemos esta opción más sencilla de llevar a cabo y más eficiente desde un punto de vista legislativo por los distintos problemas que se han señalado respecto a la armonización vía directiva.

Como somos conscientes de que esta opción ha fracasado en el pasado, también proponemos una serie de modificaciones de la directiva, que aspiran a formular un nuevo *ius commune* de derecho de Sociedades. Estas modificaciones pasan por incluir una norma de conflicto para clarificar el derecho aplicable, cambiar la regulación actual para disminuir la capacidad decisoria de los Estados miembros y garantizar una armonización efectiva, incluir la exigencia de la transmisión de los títulos participativos del capital social en condiciones de mercado y reformular la normativa para garantizar la tutela efectiva de los intereses económicos de los acreedores.

7. BIBLIOGRAFÍA Y OTRAS FUENTES CONSULTADAS

7.1 Referencias doctrinales y otras fuentes bibliográficas

ALFARO AGUILA-REAL, J., “Lecciones: Asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones propias” Post en blog *Almacén de Derecho*. [Consultado el 8/03/2018 Disponible en: almacenederecho.org/lecciones-asistencia-financiera-la-adquisicion-acciones-participacionees-propias/] 2017.

ALFARO AGUILA-REAL, J., “Interés social, interés del socio e interés de los acreedores” Post en blog *Almacén de Derecho*, [Consultado 6/4/2018 Disponible en: <http://almacenederecho.org/interes-social-interes-del-socio-e-interes-de-los-acreedores/>] 2015.

ALFARO AGUILA-REAL, J., “El Anteproyecto de Código Mercantil” Post en el *Blog Derecho Mercantil España* [Consultado el 28/03/2018 Disponible en: <http://derechomercantilespana.blogspot.com.es/2014/06/el-anteproyecto-de-codigo-mercantil-i.html>] 2014.

ALFARO AGUILA-REAL, J., “Los juristas -españoles- y el análisis económico del derecho”. *Indret* 1. 2007.

ALLEN & OVERY, “Luxembourg Company Law Reform: The Essential Changes.” 2016. [Consultado 12/03/2018. Disponible en: www.allenoverly.com/publications/en-gb/Pages/Luxembourg-company-law-reform-the-essential-changes.aspx]

ALVAREZ, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera: el Art 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales.” *Conferencia ante la Academia matritense del Notariado*. [Consultado 8/3/2018 Disponible en: www.elnotario.es/index.php/hemeroteca/revista-30/1245-fusion-apalancada-y-asistencia-financiera-el-art-35-de-la-ley-de-modificaciones-estructurales-0-8764917365056386]

APARICIO GONZÁLEZ, M., “Nuevo régimen de las entidades de capital-riesgo (Ley 22/2014).” Publicaciones de Gómez Acebo & Pombo. Noviembre 2014. [Consultado 8/3/2018 Disponible en: <http://www.gomezacebo->

pombo.com/media/k2/attachments/nuevo-regimen-de-las-entidades-de-capital-riesgo-ley-22-2014.pdf]

- ARES GESTAL, I., “Asistencia Financiera en las Compras Apalancadas Seguidas de Fusión” *Trabajo de Fin de Grado, Universidad Pontificia Comillas*, 2014.
- ARRUÑADA, B., “Crítica a la regulación de opas.” *Revista de Derecho Mercantil*, nos. 203-4, 1992, pp. 29-67.
- ARRUÑADA, B., “Un análisis económico de la regulación de la sociedad anónima en España”. *Anales de Estudios Económicos y Empresariales* 3, 1988, pp. 191-224.
- BAIN & COMPANY “Global Private Equity Report.” 2016. [Consultado 28/02/2018 Disponible en: https://psik.org.pl/images/publikacje-i-raporty---publikacje/BAIN_REPORT_Global_Private_Equity_Report_2016.pdf]
- BAKER & MCKENZIE. “Global LBO Guide”. 2015. [Consultado 2/3/2018 Disponible en: https://www.bakermckenzie.com/-/media/files/insight/publications/global-lbo-guide/bk_global_lboguide_rebranded.pdf?la=en]
- BAYONA GIMÉNEZ, R., *La Prohibición de Asistencia Financiera para la Adquisición de Acciones Propias*. Monografía Aranzadi Revista de Derecho de Sociedades, Pamplona, 2002.
- BURROUGH, B., HELYAR, J., *Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco* Ed. Harper Collins, Nueva York, 2008.
- CALABRESI, G., “Some thoughts on risk distribution and law of torts”, *Yale Law Journal* 499, 1961, pp. 499-553.
- CARRASCO PERERA, Á., ERLAIZ COTELO, Í., RENTERÍA TAZO, A., “La adquisición con asistencia financiera.” En ÁLVAREZ ARJONA, J. M., CARRASCO PERERA, Á., (Dirs.) *Adquisiciones de empresas*. Thomson Reuters Aranzadi, Pamplona, 2013.
- CHIAULA, G., “Il leveraged buy-out: disciplina e analisi della contrattualistica LMA per il leveraged financing”. *Tesis Doctoral LUISS Guido Carli*, 2017.
- COASE, R. H. “The problem of Social Costs”, *Journal of Law and Economics* vol. 3, 1960, pp. 1-44.

- COOTER, R., ULEN, T., *Law & Economics*. Addison-Wesley, 6ta Edición, Londres. 2012.
- CRESPI, G., “Presenting a Critical Perspective on “Economic Efficiency” in Law and Economics Courses” *SMU Law Review*, vol. 71, pp. 315-337, 2018.
- DE CÁRDENAS SMITH, C., y ARLABÁN GABEIRAS, B., “Los esquemas de garantía en una financiación sindicada”, en MANZANARES SECADES, A., (coord.) *Estudios sobre Financiaciones Sindicadas* Ed. Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2017, pp. 303-405.
- DIEZ-PICAZO, L., *Fundamentos del derecho civil patrimonial, tomo I*. Ed. Civitas, Madrid, 1996.
- ENGEL, E., HAYES, R. M., WANG, X., “The Sarbanes–Oxley Act and firms’ going-private decisions.” *Journal of Accounting and Economics*, vol. 44, no 1-2, 2007 pp. 116-145.
- ERLAIZ COTELO, Í., “Financiación de las adquisiciones.” En ÁLVAREZ ARJONA, J. M., CARRASCO PERERA, Á. (Dir.) *Adquisiciones de empresas*. Thomson Reuters Aranzadi, Pamplona, 2013.
- FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Revisión crítica de la prohibición de asistencia financiera” *Revista Aranzadi de Derecho de Sociedades* nº 3, 1994, pp.169-189.
- FERRAN, E., “Regulation of Private Equity-backed Leveraged Buyout Activity.” *ECGI Law Working Paper* nº 84/2007, 2007.
- FLECKNER, A., “El futuro del Derecho de Sociedades en Europa: cuestiones de procedimiento y metodología” Post en blog *Almacén de Derecho*. [Consultado el 28/03/2018 Disponible en: <http://almacenederecho.org/futuro-del-derecho-sociedades-europa-cuestiones-procedimiento-metodologia/>] 2017.
- GARCIA CRUCES, J. A. “Ex. artículo 81”, en ARROYO, I. y EMBID, J. M. (coords.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*. Tecnos, Madrid, 2009.
- GARCIMARTÍN, F. “De nuevo sobre la ley aplicable a las sociedades en Europa: ¿hacia un futuro Reglamento?” Post en *Blog Almacén de Derecho* [Consultado 27/3/2018 Disponible en: <http://almacenederecho.org/de-nuevo-sobre-la-ley-aplicable-a-las-sociedades-en-europa-hacia-un-futuro-reglamento/>], 2015.

- GIMENO RIBES, M., “La Fusión Posterior a Una Adquisición de Sociedad con Endeudamiento de la Adquirente (Análisis del Art. 35 LME)” *Tesis Doctoral, Facultad de Derecho Universitat de València*, 2015.
- GÓMEZ LÓPEZ, S., “Análisis Jurídico de las Adquisiciones de Empresas mediante Apalancamiento Financiero” *Trabajo de Fin de Grado, Universidad Pontificia Comillas*, 2017
- GOMPERS, P., KAPLAN, S. N., MUKHARLYAMOV, V.. “What do private equity firms say they do?”. *Journal of Financial Economics*, vol. 121, no 3, 2016, pp. 449-476.
- GREENSPAN, A. “Discurso en la Annual dinner and Francis Boyer lecture” *The American Enterprise Institute for Public Policy Research*. 1996. [Consultado el 26/02/2018 Disponible en: <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1996/19961205.htm>]
- HARLES, G. “Luxembourg: Financial Assistance.” *IBA Corporate and M&A Law Committee*. 2017. [Consultado el 1/3/2018 Disponible en: <https://www.ibanet.org/Document/Default.aspx?DocumentUid=C7C645DB-AD4E-49D5-87B7-75D548590375>]
- HERNÁNDEZ BENGUA, A., RUIZ-GALLARDÓN, A., “Leveraged buyouts”. En SAAVEDRA ORTIZ, J. J., SERRANO ACITORES, A. (Dirs.) *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*. Editorial Bosch, Barcelona, 2011, pp. 195-225.
- HERRERO, D., “Financiación Mezzanine: situación actual y perspectivas.” *Revista española de capital riesgo*, no 4, 2011, pp. 4-24.
- HINOJOSA MARTÍNEZ, L. M., “La regulación jurídica del sistema económico internacional”. En HINOJOSA MARTÍNEZ, L. M. y ROLDÁN BARBERO, J., (coords.) *Derecho internacional económico*. Ed. Marcial Pons, Madrid, 2010.
- IBAÑEZ JIMÉNEZ, J. W., *Análisis económico del Derecho. Método, Investigación y Práctica Jurídica* Ed. Bosch, Barcelona, 2011.
- INSTONE, R., “Section 54 and All that.” *Journal of Business Law*, núm 24, 1980, pp. 99-108.

- JENSEN, M. C., MECKLING, W. H. “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure.” *Journal of financial economics*, vol. 3, no 4, 1976, pp. 305-360.
- JOHNSON, E. J., GOLDSTEIN, D., “Do defaults save lives?” *Science*, vol. 302, 2003, pp.1338-1339.
- JOLLS, C., SUNSTEIN, C. R., THALER, R. H. “A behavioral approach to law and economics.”, *Standford Law Review.*, 1998, pp. 1471-1550.
- KAPLAN, S. N., STROMBERG, P., “Leveraged buyouts and private equity.” *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, no 1, 2009, pp. 121-46.
- LEUZ, Christian. “Was the Sarbanes–Oxley Act of 2002 really this costly? A discussion of evidence from event returns and going-private decisions.” *Journal of Accounting and Economics*, vol. 44, no 1, 2007 pp. 146-165.
- LEVINSON, M., *The Box. How the Shipping Container Made the World Smaller and the World Economy Bigger*. Princeton University Press, Nueva Jersey, 2006.
- MARCOS, F., “Contribuciones del análisis económico del Derecho de Sociedades en España.” *IE working paper*. 2016.
- MARTÍN BAUMEISTER, B., *El contrato de financiación sindicada*, Ed. Thomson Reuters Civitas, Navarra, 2016, pp. 53-55.
- MOSZORO, M., KOSCIELECKA, A., “Capital Riesgo. Los indicios de una cuarta oleada.” *Revista de antiguos alumnos IESE* nº 130, septiembre 2013 pp. 28-31.
- MUCCIARELLI, F., GERNER-BEUERLE, C., SCHUSTER, E-P., SIEMS, M. M., “Study on the Law Applicable to Companies. Final report” *Documento de la Comisión Europea*, 2016.
- NAVARRO FRÍAS, I., *El contrato entre acreedores*, Ed. Thomson Reuters Civitas Navarra, 2016, pp. 93-95
- PAZ-ARES, C., “Negocios sobre las propias acciones” en ALONSO UREBA, A., CHICO ORTIZ, J. M., LUCAS FERNÁNDEZ, F., (coords.) *La Reforma del Derecho español de Sociedades de capital*. Ed. Civitas, Madrid, 1987, pp. 473-525.

- PERDICES HUETOS, A., “Asistencia financiera y compra de empresa.” En SEBASTIAN QUETGLAS, R., (Dir.) JORDANO LUNA, M., (Coord.) *Manual de fusiones y adquisiciones*. Editorial La Ley-Wolters Kluwer, Madrid, 2016, pp. 307-340.
- PÉREZ LÓPEZ, Á., CONTRERAS BERNIER, B., ÁLVAREZ COUSO, I., “La financiación de la adquisición de empresas” en SEBASTIÁN QUETGLAS, R., (Dir.) JORDANO LUNA, M., (Coord.) *Manual de fusiones y adquisiciones*. Editorial La Ley-Wolters Kluwer, Madrid, 2016, pp. 135-186.
- PICOT, G., “Economic and Business Law Parameters for the Planning of Mergers and Acquisitions.” En PICOT, G., *Handbook of international mergers and acquisitions*. Ed. Palgrave Macmillan, Londres, 2002 pp. 22-40.
- de la PORTA, R., LÓPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., y VISHNY, R., “Law and finance”. *Journal of Political Economy*, vol. 106. 1998, pp. 1113-1155.
- RAAIJMAKERS, G. y RUTTEN, S. “The Netherlands: Financial Assistance.” *IBA Corporate and M&A Law Committee*. 2017. [Consultado el 10/04/2018 Disponible en: <https://www.ibanet.org/Document/Default.aspx?DocumentUid=D0F608B8-03D5-4930-AB56-FA09F23F2577>]
- SÁNCHEZ-CALERO, J., FERNÁNDEZ TORRES, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (Oportunidad y acierto del art. 35 LME).” *Documentos de trabajo del Departamento de Derecho Mercantil, Universidad Complutense de Madrid*, 2011.
- SANZ BAYÓN, P., y PALOMERO BENAZERRAF, A., “Alcance de la Prohibición de Asistencia Financiera en las Adquisiciones Apalancadas” *Aranzadi civil-mercantil. Revista doctrinal*, nº3, vol. 2, 2013, pp. 69-104.
- SERRANO ACITORES, A., *Leveraged buyouts: El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo*. Monografía núm. 40. Revista de Derecho de Sociedades, Thomson Reuters Aranzadi, Pamplona, 2013.
- STREHLE, E. P., “Germany: Financial Assistance.” *IBA Corporate and M&A Law Committee*, 2017. [Consultado 1/3/2018 Disponible en:

<https://www.ibanet.org/Document/Default.aspx?DocumentUid=CABDB780-8E09-4C22-B943-9A043FD48876>

- TRÍAS SAGNIER, M., “La problemática de asistencia financiera” en TRÍAS SAGNIER, M., (coordinador) *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España*. Ed. Marcial Pons, Madrid, 2006.
- VAQUERIZO ALONSO, A., *Asistencia Financiera para la Adquisición de Acciones Propias*. Monografía Ed. Civitas, Madrid, 2003.
- 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*. Universidad Carlos III de Madrid, 2016, pp. 967-988.
- VICENT CHULIÁ, F., *Introducción al Derecho Mercantil, vol 1*, Valencia 23 ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2012.
- VICENT CHULIÁ, F., “Normas aplicables, analogía, fraude de ley *and all that* en el Derecho de sociedades”, *Revista General de Derecho*, no 615, 1995, pp.13.523-13.539.
- VIETOR, D., SCHURT, E., “Ambiguity Remains for Dutch Buyouts”. *International Financial Law Review* 25(6), 2006, pp. 28-29.
- VIVES RUIZ, F., “La validez de los LBO en el derecho español”. *Tesis doctoral inédita, Universidad Pontificia Comillas*, 2009.
- VIVES RUIZ, F., PAREJO BALLESTEROS, D., “Marco Jurídico en el que se desarrollan las operaciones de control empresarial”. En VV.AA. *El papel de las instituciones públicas en las operaciones de control corporativo nacionales y transnacionales*. Fundación de Estudios Financieros, Madrid, 2008, pp. 63-116.
- VIVES RUIZ, F., TAPIAS MONNÉ, A., “La Ley de Modificaciones Estructurales. Una norma técnicamente fallida.” *InDret*, no 4, 2013.
- VV.AA., ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CAPITAL RIESGO E INVERSIÓN. “Informe de actividad venture capital & private equity”, 2017. [Consultado 26/03/2018 Disponible en: <https://www.ascr.org/wp-content/uploads/2016/06/Informe-ASCRI-2017.pdf>]

VV.AA., THE BOSTON CONSULTING GROUP, “Capitalizing on the New Golden Age in Private Equity” [Consultado 5/2/2018 Disponible en: <https://www.bcg.com/publications/2017/value-creation-strategy-capitalizing-on-new-golden-age-private-equity.aspx>]

ZHANG, I. X., “Economic consequences of the Sarbanes–Oxley Act of 2002.” *Journal of accounting and economics*, vol. 44, no 1-2, 2007, pp. 74-115.

7.2 Legislación nacional y comparada

Código Civil español.

Código Civil italiano.

Código de Comercio español.

Companies Act (Ley de Sociedades de Capital) británica.

Convenio sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales abierto a la firma en Roma el 19 de junio de 1980. (DOCE: 9 de noviembre de 1980)

Directiva (UE) 2017/1132 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre determinados aspectos del Derecho de sociedades. (DOUE 30 de junio de 2017)

Directiva 2012/30/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de octubre de 2012 tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados miembros a las sociedades, definidas en el artículo 54, párrafo segundo, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, 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. (DOUE 14 de noviembre de 2012)

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. (DOCE 31 de enero 1977)

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

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

Reglamento (UE) nº 1215/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2012, relativo a la competencia judicial, el reconocimiento y la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil. (DOUE 20 de diciembre de 2012)

Reglamento (CE) nº 593/2008 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de junio de 2008, sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales (Roma I) (DOUE 4 de julio de 2008)

Reglamento (CE) nº 44/2001 del Consejo, de 22 de diciembre de 2000, relativo a la competencia judicial, el reconocimiento y la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil. (DOCE 16 de enero de 2001)

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. (BOE 3 de julio de 2010)

Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. (DOUE: 26 de octubre de 2012)

7.3 Jurisprudencia

Auto de la Audiencia Provincial de Madrid, 2/2007, sección 28ª, de 9 de enero de 2007. (ROJ AAP M 1003/2007)

Sentencia de la Audiencia Provincial de Islas Baleares, 292/2009, sección 5ª, de 31 de julio de 2009. (ROJ AC/2015/1052)

Sentencia de la Audiencia Provincial de La Rioja, 288/2008, sección 1ª, de 17 de octubre de 2008. (ROJ AC/2009/140)

Sentencia del Juzgado de lo Mercantil nº 2 de Madrid, 194/06, de 15 de febrero de 2007. (ROJ JUR/2007/80724)

Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea C-210/06 (Gran Sala) de 16 de diciembre de 2008. (ECR I-9641) [Asunto Cartesio Oktató és Szolgáltató]

Sentencia del Tribunal Supremo 413/2012, sala 1ª, de 2 de julio de 2012. (ROJ STS 6807/2012)