



FACULTAD DE DERECHO

**ANÁLISIS JURÍDICO DE LAS
ADQUISICIONES DE EMPRESAS
MEDIANTE APALANCAMIENTO
FINANCIERO**

Autor: Sergio Gómez López

5º E-3 B

Área: Derecho Mercantil

Tutor: Pablo Sanz Bayón

Madrid

Abril de 2017

RESUMEN

Las adquisiciones apalancadas o *leveraged buy-outs*, operaciones llevadas a cabo principalmente por entidades de capital riesgo, se han convertido en una práctica habitual de compraventa de empresas en los mercados financieros llegando a alcanzar máximos históricos en años previos a la recesión económica de 2008. Este tipo de operaciones han suscitado numerosas dudas debido a la falta de regulación en la legislación española y como consecuencia de la prohibición de asistencia financiera que recoge el legislador. Con la nueva regulación de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre Modificaciones Estructurales de las sociedades mercantiles parece quedar salvada la prohibición de asistencia financiera con el artículo 35 que recoge la figura de la fusión apalancada. Sin embargo, el legislador, lejos de aclarar la situación sembró numerosos interrogantes con los requisitos introducidos para el caso de fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente. El presente trabajo se centra en un análisis jurídico de las adquisiciones apalancadas así como de la regulación legal vigente. Se examinará la regulación existente en torno a la figura de la fusión apalancada poniendo de manifiesto sus deficiencias y proponiendo modificaciones que permitan otorgar mayor seguridad jurídica a los operadores de mercado.

Palabras clave: adquisición apalancada, *leveraged buy-out*, fusión apalancada, asistencia financiera, art. 35 LME (Ley de Modificaciones Estructurales).

ABSTRACT

Leveraged buy-outs, operations carried out primarily by venture capital entities, have become a standard trading practice in financial markets reaching record highs in the years prior to the 2008 economic recession. This type of operations has raised many doubts due to the lack of regulation in the Spanish legislation as well as consequence of the prohibition of financial assistance that the legislator collects. With the new regulation of Law 3/2009, of April 3rd, on Structural Modifications of mercantile companies seems to be saved the prohibition of financial assistance with article 35 that includes the figure of Merger Leveraged Buy-Out (LMBO). However, the legislator, far from clarifying the situation, has raised many questions with the requirements introduced in the case of merger after an acquisition of a company with indebtedness of the acquirer. The present work focuses on a legal analysis of leveraged acquisitions as well as the current legal regulation. The existing regulation around the Merger Leveraged Buy-Out will be examined, highlighting its shortcomings and proposing modifications that allow greater legal certainty to market operators.

Keywords: leveraged buy-out, merger leveraged buy-out, financial assistance, art. 35 Structural Modifications Law (SML).

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN. OBJETO DE LA INVESTIGACIÓN.....	6
2. EL MERCADO DE COMPRAVENTA DE EMPRESAS: SITUACIÓN ACTUAL.....	9
3. ANÁLISIS JURÍDICO DE LAS OPERACIONES LBO.....	14
3.1. DEFINICIÓN DE LBO.	14
3.2. ESQUEMA OPERATIVO Y CLASIFICACIÓN DEL LBO.	19
3.3. CARACTERÍSTICAS DE ESTOS NEGOCIOS JURÍDICOS.....	22
3.4. PARTES INVOLUCRADAS EN UN LBO.	24
3.5. FUNCIONAMIENTO DE LAS OPERACIONES LBO.	25
4. REGULACIÓN LEGAL VIGENTE.	29
4.1. LBO Y ASISTENCIA FINANCIERA.	32
4.2. FUSIÓN APALANCADA Y ASISTENCIA FINANCIERA.	36
4.3. EFECTOS DE LA VULNERACIÓN DE LA PROHIBICIÓN.....	46
5. CONCLUSIONES.	49
6. BIBLIOGRAFÍA	53

LISTADO DE ABREVIATURAS

ASCRI: Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión

AP: Audiencia Provincial

BIMBO: *Buy In Management Buy Out*

art.: artículo

cit.: citado

CC: Código Civil

LBO: *Leveraged Buy-Out*

EVCA: *European Private Equity and Venture Capital Association*

LME: Ley de Modificaciones Estructurales

LMBO: *Management Leveraged Buy Out*

LEBO: *Leveraged Employee Buy Out*

LSC: Ley de Sociedades de capital

LSA: Ley de Sociedades Anónimas

MBO: *Management Buy Out*

nº: número

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

OPA: Oferta Pública de Adquisición.

Vol.: volumen

p.: página

pp.: páginas

ss.: siguientes

Vid.: véase

1. INTRODUCCIÓN. OBJETO DE LA INVESTIGACIÓN.

El crecimiento económico que tuvo lugar durante los primeros años del siglo XXI produjo un aumento considerable de las operaciones de fusiones y adquisiciones que se han convertido actualmente en una práctica habitual en los mercados financieros, tanto en el caso español como a nivel mundial.

En numerosas ocasiones este tipo de operaciones se llevan a cabo mediante una figura conocida en el argot financiero como adquisiciones apalancadas o *Leveraged Buy-Outs* (en adelante, LBO). Se trata de operaciones muy habituales en la práctica financiera pero que, sin embargo, carecen de regulación legal.

Las adquisiciones apalancadas consisten en un alto endeudamiento por parte del adquirente que, en última instancia, tendrá que ser repagado y/o garantizado por la propia sociedad adquirida (*Target*). Para repagar el precio de la deuda contraída por la adquirente, la sociedad adquirida tendrá que emplear sus flujos de caja futuros, por lo que se verá sometida a la exigencia de alcanzar unos flujos de caja superiores –y, consecuentemente, una mejora de sus resultados económicos- a los que obtiene operando habitualmente de tal manera que pueda hacer frente al pago de la adquisición.

A estos efectos, habrá que tener en cuenta que uno de los riesgos principales en este tipo de operaciones como consecuencia del alto grado de apalancamiento generado por la adquisición se manifestará en dificultad de la sociedad adquirida para satisfacer sus obligaciones por lo que habrá que estar al tanto de la susceptible situación concursal en la que ésta situación pueda desembocar.

Por otro lado, es necesario tener en consideración otro de los riesgos que entrañan las adquisiciones apalancadas, como es la prohibición de asistencia financiera que recoge el legislador español. Esta tiene lugar cuando en el plano patrimonial la sociedad adquirente se financia con cargo a la sociedad adquirida, es decir, al trasladar la adquirente a la adquirida el coste de adquisición de la misma. Esta prohibición de asistencia financiera tiene como finalidad proteger la integridad del patrimonio social de la sociedad así como los intereses de socios y acreedores frente a este tipo de operaciones.

Debido a la deficiente regulación de la prohibición de asistencia financiera ha existido un gran debate doctrinal sobre si las adquisiciones apalancadas incurrieran en este tipo de prohibición. Como consecuencia de la discusión doctrinal que ha existido históricamente en torno a la cuestión y de la escasa jurisprudencia al respecto, el legislador introduce una nueva regulación con la Ley 3/2009 sobre Modificaciones Estructurales de las sociedades mercantiles (en adelante, LME) que afecta a este tipo de operaciones.

En el artículo 35 LME se regulan las adquisiciones apalancadas seguidas de una fusión. De acuerdo con la doctrina, parece ser que la fusión apalancada es el medio que permite salvar la prohibición de asistencia financiera en el caso de adquisiciones apalancadas. Sin embargo, a pesar de la inclusión de este artículo en la Ley, el legislador lejos de aportar seguridad jurídica al sistema ha incurrido de nuevo en una regulación deficiente en torno a lo establecido en dicho artículo.

A través del presente trabajo, se va a proceder a realizar un análisis jurídico de la figura de adquisición apalancada o LBO aportando definiciones doctrinales más aceptadas sobre este término carente de regulación. Asimismo se expondrá la tipología de LBO, sus características típicas, las partes involucradas en un proceso de LBO y el funcionamiento de dichas operaciones.

Posteriormente, se realizará un análisis de la regulación vigente que afecta a las operaciones de LBO a través de una revisión bibliográfica doctrinal y jurisprudencial. Se atenderá también a la regulación existente en derecho comparado, entre las que se mencionarán las normas derecho inglés e italiano que han servido de base al legislador español para regular esta cuestión.

Del mismo modo, se procederá al estudio de la legislación vigente en torno a la prohibición de asistencia financiera y sobre cómo afecta a los LBO. En este sentido, se observará de forma exhaustiva sobre el artículo 35 LME a la vez que se manifestarán las deficiencias en su regulación.

Finalmente, dada la relevancia del asunto que se trata, se establecerán las conclusiones del trabajo en las que principalmente se recogerá la crítica realizada a la legislación vigente así como una propuesta de reforma de la legislación con el fin de solventar las

deficiencias existentes. A través de las medidas que se expondrán, se pretenderá que se otorgue la seguridad jurídica necesaria que requieren este tipo de negocios dado que, al tratarse de operaciones habituales en la práctica de los mercados hay que tener en cuenta que, los LBO no tienen trascendencia únicamente sobre los socios y acreedores de las sociedades en cuestión sino que se proyecta también hacia los *stakeholders* y el mercado en su conjunto.

En cuanto a la metodología utilizada se ha recurrido a libros, jurisprudencia, artículos académicos, legislación vigente y derogada y fuentes de derecho comparado con el fin de obtener amplia información sobre la materia objeto de estudio.

A título personal, el tema en cuestión del presente trabajo tiene una importante relevancia para el autor dado que con la recuperación económica y el progresivo aumento de las operaciones LBO es previsible que este tipo de operaciones continúe incrementándose en los próximos años por lo que es necesario llevar a cabo una revisión de la legislación vigente con el fin erradicar las deficiencias y otorgar mayor seguridad jurídica a este tipo de operaciones.

2. EL MERCADO DE COMPRAVENTA DE EMPRESAS: SITUACIÓN ACTUAL.

La concurrida actividad de compraventa de empresas en el mercado de Capital Privado tiene lugar, en numerosas ocasiones, mediante una modalidad de adquisición de empresas conocida, en el ámbito jurídico, como adquisiciones apalancadas, o, como se conoce a este tipo de operaciones en la terminología anglosajona, *leveraged buy-outs* tratándose de operaciones llevadas a cabo usualmente por los operadores de capital riesgo o *Private Equity*¹.

La legislación española en la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras recoge una definición de las entidades de capital riesgo en su artículo 2º, en el que establece que serán consideradas entidades de capital riesgo aquellas entidades financieras cuyo objeto consista en la adquisición de participaciones en el capital de empresas no financieras así como de naturaleza no inmobiliaria de forma temporal, que no coticen ni en las Bolsas de valores ni en cualquier otro tipo de mercado regulado equivalente en la Unión Europea o en el resto de países que son parte de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).

Por su parte, Gadea Moya define las entidades de capital riesgo, de manera similar a lo establecido en el artículo 2º de la Ley 25/2005, como la actividad realizada por entidades financieras que consiste en la aportación temporal de fondos propios a empresas no financieras, de naturaleza no inmobiliaria y que no se encuentran cotizadas en mercados primarios de valores. Esta actividad llevada a cabo por las entidades de capital riesgo tiene como objeto principal desarrollar y expandir la compañía invertida con el fin de, una vez obtenido un aumento de valor, materializar los rendimientos obtenidos a partir de la venta de la misma².

¹ De acuerdo con el *Informe de actividad de Capital Privado en España (Venture Capital and Private Equity in Spain)* 2016; elaborado por la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI), la actividad de Capital Riesgo ha pasado a denominarse “Capital Privado” y abarca tanto la actividad de Venture Capital como de Private Equity. Mientras que en la actividad Venture Capital la aportación de capital en una empresa se encuentra en fase inicial o de desarrollo temprana, en la actividad de Private Equity la aportación de capital se dirige a empresas en crecimiento o ya consolidadas.

² GADEA MOYA, M. J., “*Caracterización del capital riesgo impacto de Fond-Ico global*”, Primer Fondo de Fondos Público Español, 2014, p.10.

La compraventa de empresas mediante apalancamiento financiero es un método de financiación de adquisiciones de compañías en las que existe la utilización de un alto nivel de deuda en relación con el uso de los fondos propios (apalancamiento financiero) para la adquisición de una participación, en muchos casos mayoritaria, en el capital de una sociedad. En las operaciones de LBO no se concede la financiación a la sociedad adquirente, sino que se soporta de manera indirecta por la sociedad adquirida, propiedad de la adquirente, que será quien responda frente a dicho apalancamiento, consecuencia de la deuda de su adquisición, con sus propios flujos de caja futuros así como con sus activos, que actuarán como garante de dicha deuda.

Durante los cuatro años transcurridos entre 2003 y 2007 se produjo el *boom* de las operaciones relativas a la compraventa de empresas, y en especial, de la modalidad de adquisiciones apalancadas o LBO, como consecuencia de la bajada de los tipos de interés y la gran liquidez en el mercado financiero que condujeron a una relajación de las exigencias para acceder a la financiación requerida para este tipo de operaciones. Todo ello, unido a la disponibilidad de fondos por las empresas de capital riesgo, en los que cada vez había más inversores interesados en participar en este tipo de operaciones, condujo a una sobrevaloración del precio de las empresas adquiridas durante ese periodo mediante operaciones LBO³.

La grave crisis económica y financiera sufrida a nivel mundial tras el *boom* de las operaciones LBO, así como el encarecimiento del precio de las empresas adquiridas mediante operaciones LBO en ese periodo, modificó radicalmente la actividad de este tipo de transacciones. La situación suscitada durante dicho periodo fue, cuanto menos complicada, puesto que si bien existía liquidez suficiente entre los operadores de mercado para acometer este tipo de transacciones, las restricciones crediticias manifestadas en las mayores exigencias cuantitativas y cualitativas respecto a la aportación de fondos propios y garantías por parte de los inversores para obtener financiación, unido a la incertidumbre sobre la evolución de la economía a nivel mundial, impidieron el progreso de operaciones

³ Para mayor profundización sobre la evolución histórica y tendencias sobre las operaciones LBO consultar HERNÁNDEZ BENGOA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., “*Leveraged buy outs*”, coordinado por SAAVEDRA ORTIZ J.J. y SERRANO ACITORES, A. en, “*Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*”, Editorial Bosch, Barcelona, 2011, pp.200-203.

de LBO en el mercado de Capital Privado lo cual produjo un acusado descenso en las mismas⁴.

Es notable destacar, que el entorno económico que se produjo como consecuencia de la crisis mundial de 2008, caracterizado por la ralentización económica y el descenso de los ingresos de la mayoría de las empresas, tuvo lugar un cambio de rumbo a la finalidad de las transacciones de LBO que se llevaron a cabo. Durante el periodo de crisis, los gestores de las entidades de Capital Privado encargados de este tipo de operaciones centraban las mismas en la realización de las operaciones de reestructuración necesarias con el fin primordial de preservar el valor de su participación en las empresas adquiridas y para sentar las bases de su futuro crecimiento⁵.

Tras el largo periodo de recesión económica y financiera, que tuvo sus inicios a comienzos del año 2008, y, que provocó una gran caída de las inversiones privadas en el sector de la compraventa de empresas, los datos que arrojan el periodo 2014 permiten concluir con ese periodo de recesión tras recuperar una inversión similar a niveles pre-crisis, y que ha continuado su expansión durante los ejercicios 2015 y 2016.

La evolución del sector del Capital Privado, ha sido favorable desde el periodo 2014 como consecuencia de la captación de nuevos fondos, los excelentes resultados de inversión y desinversión y el aumento del *fundraising*⁶. Con ello, destaca el auge de los fondos internacionales que ofrecen gran dinamismo al mercado de Capital Privado.

En 2014, los volúmenes de inversión recuperan niveles habituales a la época pre-crisis superando la barrera de los 3.000 millones de euros, experimentando un crecimiento del 45% con respecto al volumen de operaciones del ejercicio 2013. Por su parte, durante el ejercicio económico 2015, a pesar de que el volumen de inversión desciende ligeramente sobre la barrera de los 3.000 millones de euros, el número de operaciones de Capital Privado aumenta un 23% en España. Finalmente, las estimaciones obtenidas para el

⁴ HERNÁNDEZ BENGOA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., “*Leveraged buy outs*”, *cit.* p. 202.

⁵ HERNÁNDEZ BENGOA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., “*Leveraged buy outs*”, *cit.* p. 203.

⁶ La captación de fondos (o fundraising) podría definirse como aquel conjunto de actividades dirigidas a la comunicación de los valores, objetivos y resultados de una organización, y destinadas a la inculcación de éstos en personas o entidades que potencialmente quieran compartir y comprometerse con los mismos, mediante eventuales aportaciones económicas voluntarias.

ejercicio 2016 arrojan un resultado positivo debido al impulso de la inversión internacional en España así como por la captación de nuevo recursos por parte de gestoras privadas. Este resultado se manifiesta en el aumento del número de operaciones en un 17% respecto al volumen de actividad registrado en el periodo 2015, así como en el aumento del volumen de inversión en un 2% respecto de 2015, manteniendo el umbral de inversión en niveles muy cercanos a los 3.000 millones de euros⁷.

En lo relativo a este tipo de operaciones en el mercado de Capital Privado hay que destacar el importante volumen que tienen las operaciones de LBO frente a otras modalidades de compraventa de empresas que tienen lugar en el sector. Así, en 2014, las operaciones LBO concentraron el 50,4% de la inversión en Capital Privado, cifra que disminuyó hasta el 39,3% en 2015, pero que aumenta en el periodo 2016 hasta suponer un 66% del total de volumen invertido⁸.

Por tanto, puede apreciarse que, con la mejora de los datos macroeconómicos y el aumento de la inversión, se ha dado inicio a una nueva etapa en el sector del Capital Privado, no sólo a nivel nacional, sino también a nivel internacional, que ha puesto fin a la anterior coyuntura del sector, marcada por un severo estancamiento y receso de las operaciones de fusiones y adquisiciones.

En lo referente a las características de las operaciones llevadas a cabo en el mercado de Capital Privado durante el periodo 2014 cabe destacar que la inversión en grandes operaciones estuvo liderada por los fondos internacionales, atraídos por la mejora de los datos económicos, que llevaron a cabo operaciones por un volumen del 68% con respecto al total de volumen invertido⁹.

⁷ Ver el informe de ASCRI. Resumen de la actividad de Capital Privado (Private Equity & Venture Capital) en España, 2016, pp. 4-5.

⁸ Aquí, se habla de LBO como concepto genérico puesto que se incluyen también Management Buy Out (MBO), Leverage Buy In (LBI) y Leverage Build Up (LBU), *vid.* p.17 Informe ASCRI 2015.

⁹ Desde el punto de vista sectorial, destaca el interés por empresas grandes con actividad en sectores como Otros servicios (23,6% del total de la cartera), Comunicaciones (12%), Productos y Servicios Industriales y Productos de Consumo (11%), Hostelería y Ocio (10%), Medicina-Salud y Energía-Recursos Naturales (7%) e Informática (6%). Como ejemplos, destacan la entidad de capital riesgo CVC que llevó a cabo grandes operaciones como las relativas al Grupo Hospitalario Quirón y Deóleo, Eurazeo con la operación de Desigual y KKR con operaciones como el Grupo Alfonso Gallardo, Port Aventura y Telepizza. *Vid* Informe ASCRI 2014, p. 17.

Por su parte, durante el periodo 2015, la inversión en grandes operaciones estuvo de nuevo guiada por los fondos internacionales, que aportaron un 60% sobre el volumen total de inversión en el periodo. Las empresas del sector de la informática fueron en este periodo las principales receptoras de la inversión, tanto en volumen como en número de inversiones^{10 11}.

La mayor parte de las entidades internacionales enfocadas en el mercado de Capital Privado que invierten en empresas españolas son grandes fondos de *buy-outs*, en cuya composición de cartera se puede apreciar que el 80% del volumen está invertido en operaciones de *buy-out*. Esta tendencia, hace prever un posible incremento de las operaciones de adquisición apalancada a futuro, impulsado por la búsqueda de grandes operaciones así como por el mantenimiento de condiciones favorables de acceso a la deuda.

Es, por tanto previsible, que con la recuperación económica del mercado financiero este tipo de operaciones continúe incrementando tal y como lo viene haciendo desde 2014 con respecto a los periodos anteriores entre otras razones por: (i) la presencia estable en nuestro país de numerosos fondos de capital riesgo con experiencia en este tipo de operaciones y con liquidez suficiente para realizar nuevas adquisiciones; y (ii) por la propia estructura del tejido empresarial español, compuesto por un gran número de pequeñas y medianas empresas con potencial de crecer, mejorar su gestión y, en muchos casos, para internacionalizarse, especialmente en el foco de regiones de altas expectativas de desarrollo y crecimiento como Brasil, algunos otros países de Sudamérica y Asia¹².

¹⁰ Desde el punto de vista sectorial, el sector Informática fue receptor del 23,5% de los recursos invertidos (como consecuencia de las operaciones de Idealista, Wallapop, entre otras), seguido de Medicina/Salud (20,9%), por operaciones como Geriatros y Centros Único. En tercer lugar, Productos de Consumo (18%), por operaciones como Tous, Pepe Jeans y El Ganso, Otros Servicios (11%), en las que se incluyen empresas como Gescobro y Konecta, y Productos y Servicios Industriales (8,6%) por operaciones como Carbures y Metalcaucho.

¹¹ Para un mayor acercamiento sobre la situación y evolución del mercado de Capital Privado en España consultar los *Informes de actividad de Capital Privado en España (Venture Capital and Private Equity in Spain)* 2014 y 2015 así como el *Resumen de la actividad de Capital Privado en España en 2016* elaborado por ASCRI.

¹² HERNÁNDEZ BENGÓA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., “Leveraged buy outs”, *cit.* p. 203.

3. ANÁLISIS JURÍDICO DE LAS OPERACIONES LBO.

En el mercado de fusiones y adquisiciones destacan, por su frecuencia, las adquisiciones apalancadas o LBO. En el presente epígrafe se expondrá la definición de LBO, el esquema operativo de este tipo de operaciones y la clasificación de los tipos existentes, las características de las compañías objeto de LBO, los componentes que forman parte de una operación de LBO, el proceso y las fases en que se divide el mismo.

3.1. DEFINICIÓN DE LBO.

En primer lugar, hay que indicar que la figura adquisición apalancada o LBO es atípica en nuestro Derecho puesto que no existe ningún tipo de definición contemplada en la Ley. Es, por tanto, un negocio jurídico que carece de regulación y una figura no tipificada como tal en el ordenamiento jurídico español siendo, sin embargo, una figura bastante recurrida en el ámbito práctico de las fusiones y adquisiciones de sociedades, por lo que es necesario concretar una noción jurídica que determine este concepto.

La figura de la adquisición o compraventa apalancada o LBO puede definirse como una operación de toma de participación en el capital social de una empresa mediante el recurso a un alto nivel de endeudamiento en que incurre el adquirente que, en última instancia y en gran medida, se repagará y/o garantizará con los recursos y patrimonio de la propia sociedad adquirida¹³. Por tanto, la primera característica fundamental de este tipo de operaciones es el elevado endeudamiento en que incurre el adquirente, y, en último lugar, los promotores de la operación. Ese alto grado de apalancamiento queda manifestado en que la proporción de recursos propios/recursos ajenos empleada para la adquisición de la sociedad objetivo el volumen de los primeros es muy reducido en comparación con el de los segundos¹⁴.

Se designa, por tanto, mediante la expresión anglosajona *leveraged buy-out* una sofisticada fórmula para la adquisición de empresas mediante la utilización de fondos

¹³ Una de las definiciones más extendidas en el mundo anglosajón reza: “ *In a leveraged buy-out, a company is acquired by a specialized investment firm using a relatively small portion of equity and a relatively large portion of outside debt financing. The leveraged buyout investment firms today refer to themselves (and are generally referred to) as private equity firms. In a typical leveraged buyout transaction, the private equity firm buys majority control of an existing or mature firm.*” KAPLAN, S. N., & STRÖMBERG, P. “*Leveraged buyouts and private equity*”. *The Journal of economic perspectives*, vol. 23, nº1, 2009, p. 123.

¹⁴ HERNÁNDEZ BENGÓA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., “*Leveraged buy outs*”, *cit.* p.197.

procedentes, en su mayor parte, de fuentes de financiación ajenas al grupo promotor de la operación y reembolsables con cargo a los recursos de la propia sociedad adquirida o, en su caso, garantizados por los activos de la misma. El rasgo más característico de esta figura financiera, así como uno de sus principales factores determinantes de la difusión obtenida en países occidentales, consiste en que, mediante la técnica descrita, los potenciales adquirentes pueden consumir la adquisición de la sociedad con una mínima aportación de recursos propios a cambio de ofrecer como garantía a los financiadores de la operación la cobertura proporcionada por el patrimonio de la empresa objeto de adquisición o, en su caso, aplicando al pago de la deuda contraída los beneficios económicos generados por dicha empresa¹⁵.

En el mundo anglosajón, se conocen por compras apalancadas (*leveraged buy-out*) aquellas en las que un tercero adquiere una compañía financiando parte del precio con deuda, que será repagada con los flujos de caja generados por parte de la compañía adquirida. Con el término apalancamiento se describe gráficamente el efecto palanca producido por la financiación, que permite al adquirente hacerse con la propiedad de una compañía utilizando un importe de fondos propios significativamente inferior al de su valor¹⁶.

El éxito de estas operaciones se materializa por la mínima aportación de medios económicos por los compradores y el máximo recurso al endeudamiento o apalancamiento (*leverage*) de la sociedad adquirida, de tal manera que, una vez consumada la operación, el coeficiente de endeudamiento o apalancamiento financiero (relación entre deudas y fondos propios) de la compañía objeto del LBO se verá notablemente incrementado. A pesar de este sobreendeudamiento, hay que tener en cuenta que un LBO bien construido, obedeciendo a su propia lógica, tenderá a asegurar la continuidad de la *Target* o Sociedad Objetivo¹⁷.

En añadido, es importante resaltar que la operación resulta apalancada porque normalmente el precio no se pagará con la tesorería actual de la empresa obtenida, sino

¹⁵ Para una mayor precisión terminológica del LBO véase AURIOLES MARTÍN, A., “*Los leveraged buy-outs y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas*”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 51, 1993, p. 640.

¹⁶ VIVES, F., y TAPIAS, A., “La Ley de Modificaciones Estructurales”. *InDret*, 2013, nº4, p.34.

¹⁷ FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, M.C., “*La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones como obstáculo a ciertas compras apalancadas de empresas, o leveraged buy-outs.*”, *Revista de Derecho Mercantil*, nº 232, 1999, p. 597.

que el precio se pagará con los flujos financieros que esta obtenga en el futuro. Es decir, para ser adquirida, la empresa comprada tendrá que operar normalmente y lograr flujos de caja, que son los que utilizará la compradora para adquirirla. Es por ello, que ante el grado de apalancamiento generado con motivo de la adquisición, la sociedad adquirida se verá no sólo ante la obligación de lograr una mejora de los resultados económicos sobre su actividad ordinaria para poder pagar dicha adquisición, sino que, consecuentemente deberá hacer frente a un mayor pago de intereses, lo que hará que incremente el riesgo para satisfacer sus obligaciones.

Cuando los costes financieros soportados por la sociedad son muy elevados, el efecto del apalancamiento puede producir efectos tan negativos que, incluso, es susceptible de hacer entrar en dificultades de tesorería a la sociedad, cuando no la encauza hacia una inevitable situación concursal.

Como consecuencia de la situación en la que el deudor se puede ver obligado a solicitar la declaración del concurso que suscita la adquisición apalancada¹⁸, existen algunos autores que han acuñado una nueva acepción, no académica, para el concepto de LBO: *Large Bankruptcy Opportunity*¹⁹. Esta ironía sobre el significado de las siglas LBO hace referencia a la gran ocasión de quiebra, en las operaciones LBO apoyadas en una financiación de alto riesgo marcada por el alto nivel de apalancamiento.²⁰

La acepción *Large Bankruptcy Opportunity* ya se había expuesto inicialmente con la definición propia del LBO. No obstante, esta acepción ha cobrado mayor relevancia en los últimos años con motivo del comienzo de la crisis financiera y del aumento de operaciones de LBO que derivaban en situaciones concursales. Ello no es una mera hipótesis, sino una realidad en muchos casos puesto que en algunos países, los porcentajes de insolvencia de sociedades adquiridas a través de estas operaciones ha superado el 50% del total de adquisiciones realizadas²¹. Es por ello, que es necesario que el legislador introduzca en la regulación una proporción equilibrada de recursos propios/recursos

¹⁸ En este sentido véase el artículo 5 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.

¹⁹ LLAVINÉS CASTELLS, J., “LBO, el método que lleva a la bancarrota”, en *El Economista*. Disponible en: <http://www.eleconomista.es/firmas/noticias/7376125/02/16/LBO-el-metodo-que-lleva-a-la-bancarrot.html> (Visitada por última vez el 13 de febrero de 2017).

²⁰ Ver GARRIDO, J.M^a., “Tácticas defensivas frente a ofertas de adquisición hostiles: la experiencia anglosajona”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 42, 1992, abril-junio, p. 365.

²¹ RONCERO SÁNCHEZ, A., “Ámbito de la exigencia del informe de expertos independientes en caso de fusiones posteriores a adquisiciones apalancadas”. *Revista de Derecho de Sociedades*, nº 35, 2010, p. 258.

ajenas de tal manera que pueda asegurarse la viabilidad de la operación evitando situaciones de insolvencia.

No obstante, no hay que olvidar que una operación de LBO puede resultar beneficiosa para socios y acreedores dado que las adquisiciones apalancadas pueden desencadenar efectos económicos positivos como instrumentos de reorganización empresarial, de mejora de la eficiencia en la gestión o de reasignación de recursos productivos²². Así, a modo de ejemplo, si la *Target* estuviera en una situación cercana al concurso de acreedores²³, la operación de adquisición de ésta por parte de otra sociedad podría procurarle recursos suficientes para impulsar de nuevo su actividad económica²⁴.

Aunque en los últimos años, desde el comienzo de la crisis, la proporción de recursos propios empleados en las operaciones de LBO ha aumentado significativamente frente a la de recursos ajenos, debido a las restricciones crediticias y al consiguiente aumento de las exigencias de los bancos financiadores de estas operaciones. Antes de la crisis era habitual que en la estructura de financiación de las operaciones LBO la proporción de los primeros frente a los segundos fuera en torno del 10% al 20% de recursos propios, frente al 90% u 80% de recursos ajenos²⁵.

La frecuencia con la que las operaciones *public to private* son realizadas con la intervención de una entidad de capital riesgo ha motivado que, en ocasiones, la doctrina tomando la parte por el todo, las haya identificado con operaciones de *leveraged buy-out* (LBO) o *management buy-out* (MBO) y que han sido objeto de especial atención por los estudiosos del fenómeno del capital riesgo²⁶.

²² RONCERO SÁNCHEZ, A., “Ámbito de la exigencia del informe de expertos independientes en caso de fusiones posteriores a adquisiciones apalancadas”. *cit.* p. 259.

²³ La Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal establece en su Exposición de Motivos II que se considerará que el deudor se encuentra en estado de insolvencia cuando no puede cumplir regularmente sus obligaciones.

²⁴ PALOMERO BENAZERRAF, A.; SANZ BAYÓN, P., “Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas”. *Aranzadi civil-mercantil. Revista doctrinal*, vol. 2, nº 3, 2013, p. 81.

²⁵ HERNÁNDEZ BENGUA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., “Leveraged buy outs”, *cit.* p.197.

²⁶ Sobre las operaciones *public to private* VIVES RUIZ, F., “Las operaciones de” *public to private*” en *el derecho de Opas Español*”. Editorial Aranzadi, 2008, p.24. Una “*public to private transaction*” es aquella operación por la que una sociedad cuyas acciones son negociadas en un mercado organizado es excluida de cotización. Para ello, normalmente, se producirá previamente un cambio en la composición del accionariado de la sociedad cotizada y serán, precisamente, sus nuevos accionistas los que promoverán la exclusión.

Por su parte, la *European Private Equity and Venture Capital Association* (EVCA) define este tipo de operaciones (*public to private*) como: “*A transaction involving an offer for the entire share capital of a listed target Company by a new Company –Newco- and the subsequent re-registration of that listed Company as a private company. The shareholders of Newco usually comprise member of the target companys’ management and private equity providers. Additional financing for the offer is normally provided by other debt providers*”²⁷.

La Asociación Española de Entidades de Capital-Riesgo define la adquisición apalancada como la compra de empresas en las que una parte sustancial del precio de la operación es financiada con recursos ajenos, que son en parte garantizados por los propios activos de la empresa adquirida, y con instrumentos de financiación que están a medio camino entre los recursos propios y ajenos (financiación de entresuelo o *mezzanine financing*)^{28 29 30}. Este tipo de operaciones, tal y como se ha expuesto anteriormente, son llevadas a cabo usualmente por los operadores de capital riesgo o capital privado (formado por las firmas de Private Equity y Venture Capital), en su búsqueda de altas tasas de retorno para el capital invertido.

No obstante, una de las características principales de las inversiones por firmas de capital riesgo en operaciones de tipo LBO es la vocación temporal de las mismas. Debido a diversos factores, incluido el relativo al propio funcionamiento de los fondos constituidos por las empresas de capital riesgo que más comúnmente realizan este tipo de adquisiciones apalancadas, con ciclos de inversión/desinversión inferiores a 10 años, el objetivo de estos operadores financieros es maximizar el valor de la sociedad adquirida en un periodo de tiempo que se torna relativamente corto, y, que por norma general suele

²⁷ La EVCA fue constituida en 1983 y tiene su sede en Bruselas. Entre sus objetivos está “*representing the interests of the industry to regulators and standard setter; developing professional standards; providing industry research; professional development and forums; facilitating interactions between it members and key industry participants including institutional investors, entrepreneurs, policy makers and academics.*” Disponible en: www.evca.com (Visitada por última vez el 16 de febrero de 2017).

²⁸ La Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI) nace en 1986 sin ánimo de lucro y es el organismo que representa a la industria del Capital Privado (Venture Capital & Private Equity) en España. ASCRI agrupa a casi 100 firmas nacionales e internacionales de Venture Capital & Private Equity y más de 50 proveedores de servicios, difundiendo y garantizando los estándares profesionales entre sus miembros: la transparencia, las mejores prácticas y el buen gobierno.

²⁹ Ver ASCRI, Informe de actividad de Capital Riesgo en España (Venture Capital and Private Equity in Spain) 2013, p.28.

³⁰ El concepto “*mezzanine financing*” se expondrá más adelante, en el epígrafe “4.5. Funcionamiento de un LBO”.

oscilar entre los 3 y los 7 años³¹.

Posteriormente, tiene lugar una desinversión por medio de una venta privada de su participación o, eventualmente, por medio de una oferta pública de venta en el marco de la salida a Bolsa de la sociedad adquirida, materializando de este modo el incremento del valor experimentado por la empresa durante ese periodo.

Para ello, las firmas de capital riesgo suelen llevar a cabo políticas agresivas que permitan reducir costes y optimizar la gestión de la compañía al mismo tiempo que acometen inversiones y desinversiones que permiten aumentar el crecimiento y fortaleza de la compañía así como su capacidad de repago de la deuda adquirida con el fin de obtener las altas tasas de retorno esperadas en un corto o medio plazo.

Las principales ventajas que ofrece un LBO para el operador de Private Equity son las siguientes: (a) permite al adquirente llevar a cabo la compraventa con una aportación mínima de fondos propios; (b) los intereses de la deuda se consideran gasto deducible a efectos del impuesto sobre sociedades; y (c) siempre que se lleve a cabo una reorganización y una expansión adecuada de la Sociedad Target por el operador de capital riesgo, su venta posterior generará unas plusvalías a medio plazo bastante considerables³².

3.2. ESQUEMA OPERATIVO Y CLASIFICACIÓN DEL LBO.

Uno de los aspectos más llamativos de los LBOs es, según conviene la doctrina especializada, su condición de producto esencialmente proteiforme³³. Con esta expresión, se quiere poner de relieve que, al no responder a un único esquema operativo preestablecido, las operaciones de LBO se manifiestan en la arena del mercado portando una amplia variedad de etiquetas identificativas. Es decir, con la calificación de proteiforme se alude al carácter poliédrico del fenómeno ante el que nos encontramos, pero que sin embargo, conduce a un único resultado económico que se manifiesta en el

³¹ HERNÁNDEZ BENGOA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., “Leveraged buy outs”, cit pp. 197-198.

³² SERRANO ACITORES, A. “La problemática de la asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas por operadores de capital riesgo”. *ASOCIA- Revista de la Asociación de Antiguos Alumnos-Centro de Estudios Garrigues*, nº20, enero 2007, p.7. Disponible en: http://alumni.centrogarrigues.com/ficherosceg/alumni/revistaasocia/pdf/asocia_20.pdf (Visitada por última vez el 15 de febrero de 2017).

³³ El calificativo sirve a PARDOLESI, R., “Leveraged...”, p. 403, citado por AURIOLES MARTÍN, para referirse a la gran diversidad tipológica que encontramos en los LBO y que someten a una dura prueba al jurista más experimentado.

traslado del coste de adquisición sobre el patrimonio de la sociedad adquirida³⁴.

Los LBOs se han revelado como un instrumento valioso para afrontar exitosas estrategias de reestructuración empresarial -operaciones frecuentemente conducidas por los mismos directivos de las empresas afectadas-, interesando un mínimo porcentaje de recursos propios del grupo promotor y confiando el pago de la deuda contraída con los terceros financiadores, según la modalidad elegida, al patrimonio y/o a la capacidad de la compañía adquirida para generar el *cash flow* requerido para atenderlo. De alguna manera, pues, la capacidad para generar liquidez puede complementar o, en su caso, para sustituir a la valoración patrimonial de la empresa como criterio son determinantes para seleccionar el objetivo de un LBO y evaluar los riesgos financieros inherentes a la operación³⁵.

Existen diversas modalidades específicas que abarcan la figura de la compraventa apalancada. Como consecuencia del origen norteamericano de esta práctica, la mayoría de los acrónimos responden a los nombres originalmente empleados en lengua inglesa.

Aunque las compras apalancadas puedan tener por objeto la compra de determinados activos patrimoniales de la sociedad (*assets LBO*)³⁶, lo normal es que los LBOs estén dirigidos a la compra de las acciones de la Sociedad Objetivo, bien por la totalidad del paquete accionario, bien mediante la suscripción de una parte significativa de su capital que permita al grupo comprador, una vez culminada la adquisición, ejercer un control efectivo sobre el gobierno de la sociedad (*stocks LBO*)³⁷.

El modelo más elemental de un LBO sobre las acciones de la *Target*, tal y como se practica en su mercado originario, es el que tiene como preludeo la obtención de un préstamo por la sociedad *NewCo*, constituida por los promotores de la operación- ellos solos o en unión de otros socios externos inversores-, cuya finalidad es abonar el precio

³⁴ AURIOLES MARTÍN, A., “Los leveraged buy-outs y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas”, *cit.* pp. 643-644.

³⁵ *Ídem.*

³⁶ Esta modalidad de LBO se caracteriza porque la adquisición y la financiación se instrumentan conjuntamente, de tal suerte que, al tiempo de la enajenación de los activos, el nuevo propietario está ya en condiciones de ofrecerlos en garantía a los financiadores. PREGEL, G. *et al.*, “Instrumentos financieros al servicio de la empresa”, Ediciones Deusto, 1989, p.73.

³⁷ En estos casos, cuando el capital de la sociedad *Target* esté total o parcialmente admitido a la negociación en Bolsa será necesario formalizar la adquisición a través de la presentación de una Oferta Pública de Adquisición de Acciones (en adelante, OPA).

de venta de las acciones de la *Target*, ofreciendo al prestamista como garantía genérica del crédito recibido, las acciones y/o el patrimonio de la sociedad adquirida. Como paso inmediato a la adquisición, se produce la fusión entre ambas sociedades siendo habitual que dicha operación se denomine fusión apalancada o *Merger LBO*, en la mayoría de los casos por incorporación de la *NewCo* a la *Target*, en cuyo caso estaríamos ante una fusión inversa (*reverse merger LBO*), de manera que los socios de la sociedad absorbida devienen de esa misma condición en la absorbente y, como consecuencia de la transmisión en bloque del patrimonio de la sociedad absorbida, la sociedad *Target* – absorbente- asume la deuda contraída por la sociedad extinguida frente al financiador de la adquisición. Variante del modelo anterior es el LBO como fusión por incorporación de la *Target* a la *NewCo*, en cuyo caso estaríamos ante una fusión directa (*forward merger LBO*)³⁸.

Naturalmente, los LBOs pueden formalizarse sin necesidad de recurrir a la ulterior fusión entre las sociedades implicadas. En el mercado estadounidense, un modelo bastante extendido de LBO sin fusión es el que parte de la obtención de un préstamo por la *NewCo* –generalmente, no garantizado- destinado a la compra de las acciones de la *Target*. Una vez culminada la adquisición, la sociedad *Target* –ahora ya controlada y administrada por la *NewCo*-, concierta un nuevo préstamo-, éste, generalmente, ya garantizado- cuyo importe es canalizado por la sociedad, vía dividendos o mediante préstamo, a su accionista único o mayoritario *NewCo*, allegándole los fondos necesarios para que, a su vez, la *NewCo* esté en condiciones de reembolsar el primero de los préstamos concertados. Variante próxima al modelo anterior es el LBO con pago diferido de precio de las acciones a los vendedores: en esta hipótesis, son los propios vendedores quienes conceden crédito al comprador, de tal manera que, una vez formalizada la adquisición, la *Target* –que ahora ya es controlada por la *NewCo*-, recurre a financiación externa (préstamo) cuyo importe, transferido a su socio en forma de dividendos o de préstamo, se destina a pagar el precio aplazado de las acciones de los antiguos accionistas³⁹.

Un número notable de LBOs, sobre todo aquellos que tienen a los mercados europeos como escenario, proceden de la iniciativa tomada por los propios directivos y empleados

³⁸ AURIOLES MARTÍN, A., “*Los leveraged buy-outs y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas*”, cit. pp. 645.

³⁹ AURIOLES MARTÍN, A., “*Los leveraged buy-outs y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas*”, cit. p. 645-646.

de la empresa *Target* con el propósito de hacerse con el control de su propiedad. A los efectos de su tratamiento jurídico, la especial calificación del grupo promotor de la operación presenta gran relevancia porque, la toma de participaciones en capital de las sociedades por personal de la empresa – contando con la asistencia financiera de la propia sociedad- ha sido favorecida por la mayoría de los legisladores nacionales de Estados miembros de la Comunidad Europea como una significativa excepción a la reticencias mostradas, en general, hacia las operaciones de LBO⁴⁰.

Atendiendo a quienes sean los promotores de la operación cabe distinguir, un LBO conducido por los propios cuadros directivos o managers de la sociedad que se pretende adquirir (*management leveraged buy out*, LMBO o, simplemente, *management buy out*, MBO) o por sus empleados (*leveraged employee buy out*, LEBO) se caracteriza, en su formulación más pura, porque se financia gracias a la asistencia financiera prestada por la misma sociedad objetivo permitiéndole al personal laboral contar con los fondos propios necesarios para convertirse en propietarios de la propia empresa en que trabajan.

Existen también otro tipo de operaciones de LBOs lideradas también por grupos de directivos que, a diferencia de la hipótesis anteriormente descrita, no pertenecen a la *Target* ni a ninguna otra de su mismo grupo empresarial. Pese a los aspectos positivos que este tipo de iniciativas empresariales produce sobre el mercado de control societario, la compra apalancada de empresas conducida por directivos extraños a la *Target* ha sido excluida del trato de favor dispensado por los diversos legisladores nacionales (con todo, en la jerga del mercado se ha reservado la expresión *management buy in*, MBI, para aludir a esta concreta modalidad). Cuando se trata de una combinación de ambos, hablamos de un *Buy In Management Buy Out* o BIMBO⁴¹.

3.3. CARACTERÍSTICAS DE ESTOS NEGOCIOS JURÍDICOS

El éxito de una operación de LBO dependerá, en primer lugar, de la acertada selección de la sociedad *Target*. Dado que, la principal característica de las operaciones de LBO consiste en que la adquisición de la empresa se realiza con un elevado recurso al endeudamiento, podemos destacar algunos elementos que resultan capitales a la hora de

⁴⁰ AURIOLES MARTÍN, A., “*Los leveraged buy-outs y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas*”, cit. p. 646.

⁴¹ AURIOLES MARTÍN, A., “*Los leveraged buy-outs y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas*”, cit. p. 647.

valorar la idoneidad de las potenciales sociedades *Target*:

- Una posición en el mercado sólida.
- Una cartera de productos o servicios consolidada.
- Un historial de crecimiento sostenido.
- Márgenes de negocio previsibles y estables.
- Un balance con predominio de los activos tangibles y no gravados.
- Bajo nivel de endeudamiento (que deberá permitir, en última instancia, asumir el endeudamiento contraído para la adquisición).
- Potencial de crecimiento mediante su expansión, aumento de la capacidad productiva, etc⁴².
- Potencial de mejora de su gestión.
- Y lo más relevante, de cara a asegurar la financiación necesaria, unos flujos de caja consistentes, estables y suficientes para hacer frente al pago de la deuda y de sus intereses⁴³.

Quedan al margen todo tipo de consideraciones estratégicas o comerciales que puedan justificar adquisiciones apalancadas de *targets* sin estas características por parte de inversores industriales –por contraposición a los financieros- en búsqueda de sinergias, aumentos de cuota de mercado, eliminación de competidores, etc⁴⁴.

Asimismo, para asegurar la viabilidad de la operación será necesario llevar a cabo un proceso de *due diligence* tanto financiera como jurídica de la sociedad *Target* para determinar las posibles contingencias que puedan tener incidencia de cara a la operación, y, en particular, la presencia de cláusulas de control de cambios en los contratos de financiación suscritos por la *Target* (que incrementarán las necesidades de financiación de la operación, pues muy posiblemente sería necesario refinanciar estas operaciones con

⁴² No obstante, hay que tener en cuenta que en el caso de adquisiciones apalancadas de pequeñas empresas hay que evitar las situaciones de un potencial de crecimiento excesivo; dado que como el crecimiento va consumiendo el capital circulante entrar en una situación de crecimiento por medio de una adquisición apalancada puede provocar problemas con los flujos de tesorería. Si los flujos ya están comprometidos con la deuda existente, tratar de autofinanciar un crecimiento significativo puede resultar en una sobrecarga intolerable para la sociedad. Para mayor profundidad ver MCNEILL STANCILL, J., “*Adquisiciones apalancadas de pequeñas empresas*”, *Harvard Deusto Business Review*, nº 36, 1988, pp. 33-42.

⁴³ HERNÁNDEZ BENGÓA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., “*Leveraged buy outs*”, *cit.* pp. 203-204.

⁴⁴ *Ídem.*

motivo de la adquisición)⁴⁵.

Para asegurar el éxito de la operación de LBO además, hay que tener en cuenta que es necesaria la existencia de un equipo de directivos consistente con experiencia en este tipo de operaciones, un grupo de accionistas y patrocinadores sólido (como es el caso de las entidades de capital riesgo), seleccionar un sector atractivo y fragmentado que sea apto para someterse a un proceso de consolidación así como una estructura de capital simplificada⁴⁶.

3.4. PARTES INVOLUCRADAS EN UN LBO.

Los principales componentes de un LBO son el comprador, el banco de inversión (que actúa como consejero), los inversores y el vendedor. En la *Figura 1* se muestran los flujos de información entre ellos, información que deberá ser exacta y precisa para asegurar el éxito de la operación. Como se puede observar, el grupo comprador pasará la información necesaria al banco de inversión, que la distribuirá entre los distintos suministradores de fondos de la operación⁴⁷.

Con esa información, los inversores se encuentran en situación de elegir cuánto quieren invertir y de qué forma van a hacerlo. En los LBOs, los inversores suelen colocar su dinero en las distintas capas de financiación de la operación, lo que recibe el nombre de financiación mediante franjas verticales, y cuyo objetivo es que cada inversor posea una parte de cada tipo de financiación debido a los conflictos que podrán suscitarse entre los diversos prestamistas para financiar las diversas capas de deuda y acciones con sus distintos rendimientos y riesgos asociados. De este modo, en un operación de LBO cabe distinguir entre las diferentes fuentes de financiación acciones ordinarias, acciones preferentes, deuda de entresuelo y deuda principal entre las que los inversores colocan su

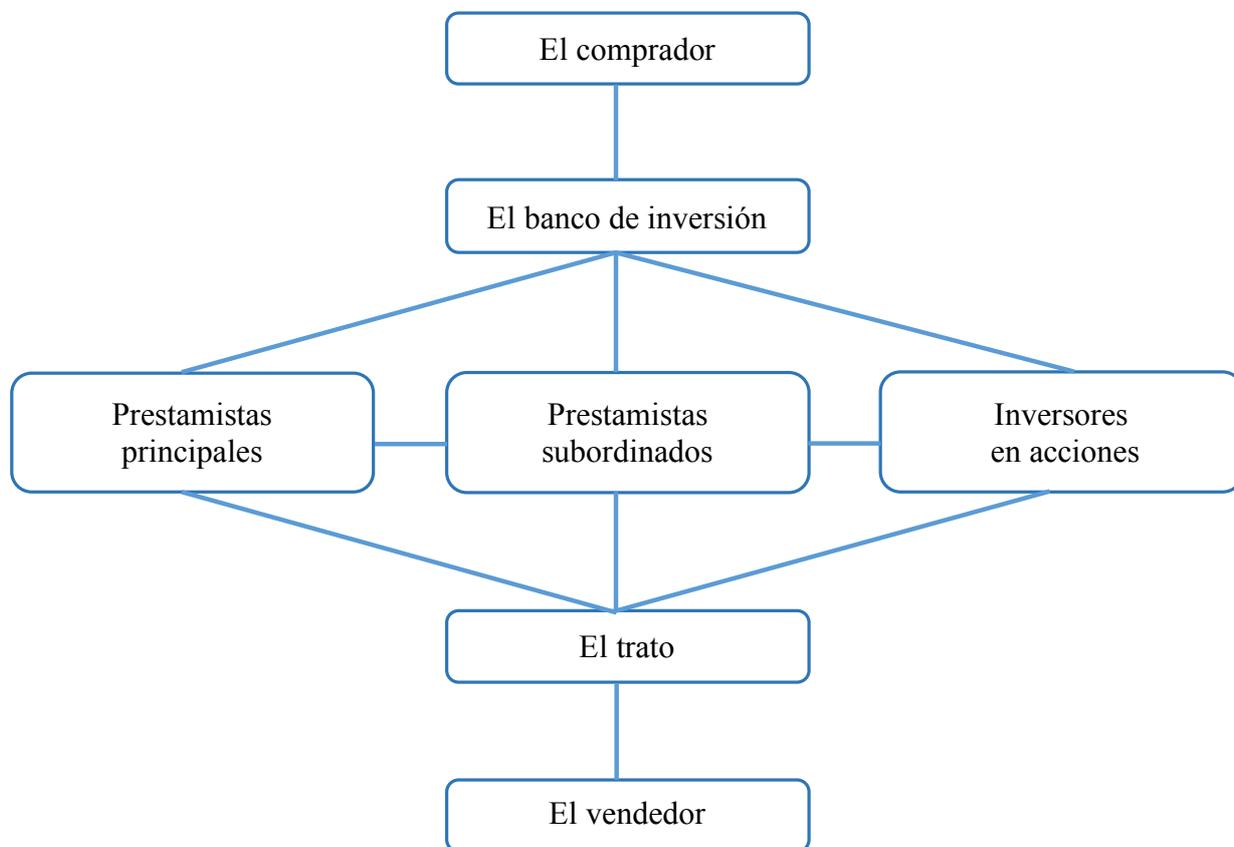
⁴⁵ PÉREZ LÓPEZ *et al.*, “La financiación de la adquisición de empresas. Financiación bancaria y vía mercado de capitales” coordinado por SEBASTIÁN QUETGLAS, R., y JORDANO LUNA, M., en “Manual de fusiones y adquisiciones de empresas”, Wolters Kluwer, 2016, p. 143

⁴⁶ ENCISO ALONSO-MUÑUMER, M., SERANO ACITORES, A., “El retorno de los leveraged buyouts tras la crisis financiera: un análisis de la tipología y de las partes intervinientes”, Noticias Jurídicas, 2015. Disponible en: http://noticias.juridicas.com/conocimiento/articulos-doctrinales/10129-el-retorno-de-los-leveraged-buyouts-tras-la-crisis-financiera:-un-analisis-de-la-tipologia-y-de-las-partes-intervinientes-i/#_ftn1 (Visitada por última vez el 20 de febrero de 2017)

⁴⁷ MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, J., “La compra de empresas mediante apalancamiento financiero: LBO” en *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, McGraw-Hill, 2ª edición, 1993, p. 231.

dinero⁴⁸.

Figura 1: Flujos de información entre componentes de un LBO⁴⁹



3.5. FUNCIONAMIENTO DE LAS OPERACIONES LBO.

Los LBOs como adquisiciones de empresas financiadas principalmente con deuda, son normalmente transacciones monetarias en las que el dinero es proporcionado por los prestamistas. Una gran parte de la deuda es asegurada por los activos de la empresa que se adquiere, lo que hace necesario valorar cuidadosamente esos activos de cara a conocer cuál es su valor como elemento de garantía del servicio de la deuda. A continuación se

⁴⁸ MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, J., “La compra de empresas mediante apalancamiento financiero: LBO”, cit. p. 232.

⁴⁹ Fuente: MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, J., “La compra de empresas mediante apalancamiento financiero: LBO”, cit. p. 231.

muestran los pasos en los que se descompone una operación de LBO⁵⁰:

1. Se produce la decisión de vender la empresa o parte de ella.
2. Los compradores toman la decisión de adquirir la empresa o parte de ella puesta a la venta, que podrán proceder del exterior de la empresa, o bien ser los propios ejecutivos de la misma los que deseen hacerse con el control de la compañía o de la división puesta a la venta. Los compradores acudirán al banco de inversión buscando una valoración de las posibilidades de financiación del LBO.
3. Se realizará un análisis financiero de la empresa o de la parte de la misma puesta a la venta. El principal objetivo de este análisis es determinar si la empresa, en sí misma, tiene suficiente capacidad crediticia para soportar los niveles de deuda necesarios para financiar su adquisición. No obstante, en nuestra opinión, debería establecerse en la legislación unos requisitos mínimos en la estructura de las sociedades para asegurar que efectivamente tienen capacidad crediticia suficiente para soportar los niveles de deuda a que se verán sometidas, de tal manera que se pueda asegurar la subsistencia de la sociedad en el medio-largo plazo, evitando así situaciones concursales que constituyen un claro factor de riesgo para este tipo de operaciones.
4. Se determinará el precio de compra. Este precio debería ser superior al valor de liquidación de la compañía, puesto que este último actuará como tope mínimo.
5. Se determinará la inversión que realizarán directamente los compradores. Tanto si éstos proceden de la propia empresa, como si no, deberán invertir su propio dinero en la compra de la misma, puesto que no toda la financiación procederá del endeudamiento, entre otras cosas, porque los prestamistas así lo exigen. Con ello, pretenden involucrar a los compradores en la gestión de la empresa, lo que redundará en una salvaguardia de los intereses de los acreedores.
6. Se constituirá el grupo de prestamistas, que constituirán las mencionadas franjas verticales de financiación. Normalmente, no existirá un único prestamista sino varios, lo que ayudará a la diversificación del riesgo de impago de sus inversiones. En una operación de LBO la financiación se divide en financiación principal o sénior (*senior debt*), financiación *mezzanine* y financiación subordinada o

⁵⁰ MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, J., “La compra de empresas mediante apalancamiento financiero: LBO”, *cit.* pp. 233-234.

*junior*⁵¹:

- La financiación principal o sénior con entidades principales tiene como colateral los activos de la Sociedad Objetivo⁵².
- La financiación *mezzanine* con inversores particulares distintos de entidades financieras y promotores es un tipo de deuda, que, por su mayor coste, aparece cuando el importe del crédito principal sumado a los fondos propios de los promotores resulta insuficiente para llevar a cabo la adquisición de la *Target*.
- La financiación subordinada o *junior* con los propios promotores –socios de la *NewCo*- es empleada para obtener la financiación necesaria para la adquisición⁵³.

Los fondos de inversión en LBOs son el grado extremo de esta diversificación, puesto que los individuos que participan en ellos desean tomar parte en varias compras apalancadas con objeto de diversificar, y por ello, se agrupan en fondos de inversión que financian varias operaciones de ese tipo.

7. Se emiten acciones de la empresa, con objetivo de que sean adquiridas por inversores externos, lo que puede ser necesario cuando no hay suficiente financiación mediante deuda disponible en el mercado para este tipo de transacción.
8. Se realiza un análisis de los flujos de caja futuros. El objetivo de este análisis consiste en averiguar si los flujos de caja que se espera proporcione la empresa en el futuro bastan para atender al servicio de la deuda. Este análisis se suele realizar asumiendo unos presupuestos restrictivos (limitación de gastos) durante el período necesario para pagar la deuda contraída. Aunque, por lo general, dicho análisis habrá sido realizado, en gran medida, cuando se valoró la compañía o la división puesta a la venta. Una vez más, en nuestra opinión, encontramos en esta medida un factor de riesgo, dado que nada establece la legislación acerca del

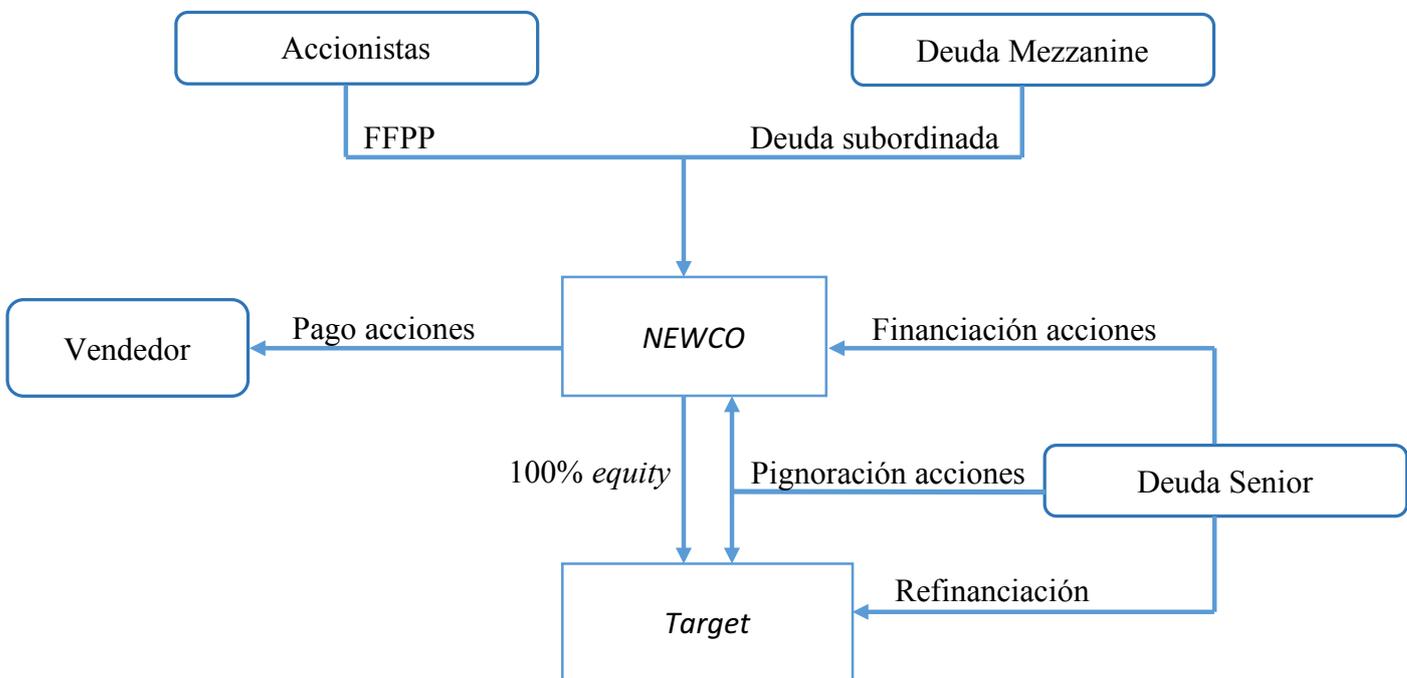
⁵¹ HERNÁNDEZ BENGUA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., “*Leveraged buy outs*”, *cit.* p. 209.

⁵² MANZANO FRÍAS, M.C. “*La evolución de las operaciones de Leveraged Buy Out y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera.*” *Estabilidad financiera*, nº 13, 2007, pp. 40-41. Disponible en: <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/07/Fic/IEF200713.pdf> (Visitada por última vez el 20 de febrero de 2017)

⁵³ Para una mayor profundidad sobre la financiación bancaria de las operaciones de LBO consultar PÉREZ LÓPEZ *et al.*, “*La financiación de la adquisición de empresas. Financiación bancaria y vía mercado de capitales*” *cit.* pp. 151 y ss.

- período en que se espera que la sociedad genere unos flujos de caja necesarios para llevar a cabo el repago de la deuda. Para reforzar la seguridad jurídica, el legislador debería establecer un plazo determinado en el que los flujos de caja estimados debieran generar capacidad suficiente para repagar la deuda contraída.
- Se llega a un acuerdo sobre la financiación. Si los flujos de caja son suficientes para atender al servicio de la deuda, con un razonable rango de error, la financiación se conseguirá y el trato será consumado.

Figura 2: Esquema típico de una operación de LBO⁵⁴



⁵⁴ Fuente: adaptado por el autor de HERNÁNDEZ BENGÓA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., “Leveraged buy outs”, cit. p. 226.

4. REGULACIÓN LEGAL VIGENTE.

Tal y como ya se ha apuntado, las compras apalancadas, a pesar de ser frecuentes en la práctica financiera española y servir como instrumentos valiosos para llevar a cabo operaciones de reestructuración societarias, carecen de regulación legal. Sin embargo, se puede encontrar una referencia a las mismas en torno a la prohibición de asistencia financiera recogida para las fusiones apalancadas en el artículo 35 de la Ley 3/2009, de 4 de abril, sobre Modificaciones Estructurales de las sociedades mercantiles mientras que en los artículos 143 y 150 de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, LSC) la referencia a la prohibición de asistencia financiera.

Siguiendo la técnica de otros países comunitarios en el ámbito de las compras apalancadas, el legislador español hizo mención por primera vez a esta prohibición de asistencia financiera en el artículo 81 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (en adelante, LSA) incorporando así los dos primeros apartados del artículo 23 de la Segunda Directiva del Consejo 77/91/CEE, de 13 de diciembre de 1976, para la reforma y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas comunitarias en materia de sociedades.

La Segunda Directiva del Consejo tiene su origen en el artículo 2358 del *Codice Civile* italiano de 1942 y, fundamentalmente, en el Derecho inglés, *sections* 151-158 de la *Companies Act* de 1985 (en base a la redacción original de la *Companies Act* de 1929). Así la regulación en la *Companies Act* de 1985, introduce una prohibición general de asistencia financiera (*section* 151) y, al mismo tiempo, la *section* 153 establece una serie de excepciones a la prohibición general cuya finalidad era la de flexibilizar el régimen ya que éstas se habían llegado a invocar para anular operaciones que perseguían intereses legítimos (sólo para las sociedades anónimas, habiendo establecido un régimen más flexible para las sociedades de responsabilidad limitada)⁵⁵. Sobre la base de la redacción de la *Companies Act* de 1985 se ha regulado igualmente la prohibición de asistencia financiera en la *section* 678 y siguientes de la reciente *Companies Act* de 2006⁵⁶.

⁵⁵ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., FERNÁNDEZ TORRES, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (oportunidad y acierto del art. 35 LME)”, 2011, p.16.

⁵⁶ *Section 678 Companies Act 2006*: “Where a person is acquiring or proposing to acquire shares in a public company, it is not lawful for that company, or a company that is a subsidiary of that company, to give financial assistance directly or indirectly for the purpose of the acquisition before or at the same time as the acquisition takes place.”

En cuanto al Derecho Comparado, en el Derecho alemán se recoge también la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias únicamente para el caso de las sociedades anónimas, sin que nada quede regulado con respecto a las sociedades de responsabilidad limitada. En Francia, por su parte, la prohibición de asistencia financiera queda recogida en los artículos 225-226 de su Código de Comercio en los que destaca una regulación claramente deficiente dado que lo que se prohíbe son las asistencias anteriores o coetáneas a la adquisición, cuando en los LBOs suele producirse después. Además, la dicción del artículo carece de una cláusula de cierre similar a la que recoge el legislador español, que junto a la literalidad del artículo, ha creado un amplio debate doctrinal por la inseguridad jurídica que se otorga a este tipo de operaciones. Por otro lado, cabe destacar la similitud del Derecho italiano con el español dado que incluye, por un lado, la prohibición de la asistencia financiera, y por otro, regula expresamente las fusiones apalancadas (de modo similar al artículo 35 LME)⁵⁷.

En lo que se refiere al Derecho americano, los LBOs no están regulados ni prohibidos directamente por la ley estadounidense. Sin embargo, el uso de LBO en los Estados Unidos pueden implicar leyes federales y estatales de transferencia fraudulenta y la insolvencia y la aplicación de tales leyes debe ser considerada cuando se contempla una transacción LBO. La propiedad de un LBO particular generalmente se plantea sólo después de que la empresa objetivo falle o archive procedimientos de quiebra y cuando no pueda pagar a sus propios acreedores. En esa circunstancia, se puede plantear si el endeudamiento de la entidad destinada a financiar la LBO, o el uso de sus activos para pagar la deuda de adquisición, constituyen transferencias fraudulentas. Este tipo de fraude, basado en la asistencia financiera, está regulado en el *Bankruptcy Code* americano y requiere la existencia de un fraude intencional y constructivo para considerar la operación como fraudulenta⁵⁸.

En el caso español, parece evidente que, con la introducción de la prohibición en el ordenamiento interno español, inicialmente, a través del artículo 81 LSA, la intención del legislador es la consideración de una concepción de la prohibición de asistencia financiera

⁵⁷ SERRANO ACITORES, A. “*Leveraged buyouts: El Sistema Contractual de las Adquisiciones Apalancadas de Empresas por Operadores de Capital Riesgo*”, publicado como Monografía nº 40 de la *Revista de Derecho de Sociedades*, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2013, pp. 299-301.

⁵⁸ SULLIVAN, J.M., “*Financial Assistance IBA Corporate and M&A Law Committee 2013*”, 2013, pp.3-4.

en sentido amplio. Si bien dicho concepto no ha sido definido de manera expresa por el legislador, lo que ha causado una cierta inseguridad jurídica en cuanto a las operaciones o negocios que se pueden ver afectadas por la prohibición, la doctrina ha entendido el concepto de asistencia financiera como cualquier tipo de negocio al que al margen de su calificación jurídica se resuelva en el plano económico en la prestación de asistencia financiera por parte de la sociedad a un tercero con la finalidad de que éste adquiera, en su propio nombre y por su cuenta, las acciones de la sociedad asistente o las de su dominante. La doctrina estima que la finalidad de la asistencia financiera sea precisamente una causa de favor de la sociedad al tercero, es por ello que, la prohibición de asistencia financiera no es una prohibición de resultado, sino una prohibición de carácter finalista⁵⁹.

En cuanto al fundamento de la prohibición de asistencia financiera, el parecer de la doctrina más autorizada considera que prevalece el deseo del legislador de prevenir, por un lado, la integridad del capital social, impidiendo que se nutra con aportaciones patrimoniales de la propia sociedad, en lugar de proveerse con aportaciones externas de accionistas. En segundo lugar, la prohibición encuentra su fundamentación en la protección de los intereses de los terceros acreedores puesto que la asistencia financiera supone un grave perjuicio a aquellos que hubieran otorgado un crédito a la sociedad con carácter previo a la operación dado que, a partir de ese momento, se manifestaría el alto endeudamiento de la sociedad y como consecuencia la sociedad vería disminuida su solvencia para hacer frente a las obligaciones contraídas⁶⁰.

Por otro lado, desde el punto de vista organizativo interno de la sociedad, la norma trata de poner freno a los posibles abusos por parte de los administradores en la medida en que los negocios sobre las propias acciones pueden ser perturbadores del normal sistema de distribución de poderes en el seno de la sociedad anónima⁶¹. De acuerdo con PAZ-ARES, esta función compleja es mantenida por parte de la doctrina italiana al comentar el correspondiente precepto del *Codice Civile* (art. 2358.1), destacando la doble finalidad patrimonial (impidiendo la dilución del capital de la sociedad) y no patrimonial

⁵⁹ CARRETERO PIRES, A. “Prohibición de asistencia financiera: concepto y aplicación a operaciones de adquisición apalancadas.”, 2008, p.412.

⁶⁰ *Ídem*.

⁶¹ AURIOLES MARTÍN, A. “Los leveraged buy-outs y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas.” cit. p. 649.

(preservando el funcionamiento de la dialéctica societaria o el mantenimiento de la relación de fuerzas entre grupos de accionistas) del mismo⁶².

Tal y como destacan la doctrina y jurisprudencia más afianzada de los países más avanzados, la asistencia no puede resultar de una mera cooperación sino que debe de existir una atribución patrimonial decisiva para el negocio posterior (o anterior) de adquisición de acciones por parte del tercero asistido. Por tanto, es necesario para determinar la existencia de asistencia financiera una conexión entre el negocio de la asistencia y el negocio de adquisición de acciones por el tercero⁶³.

El legislador español no prohíbe la realización de adquisiciones apalancadas, sino que con el fin de proteger los intereses de socios y acreedores, el legislador permite las operaciones de adquisición apalancada siempre y cuando se recurra a estructuras societarias que permitan proteger los intereses jurídicos socios y acreedores. En aras de corroborar esta protección, el legislador incluye en el artículo 35 LME la figura de fusión apalancada, que exige una serie de requisitos con el fin de garantizar que se realiza un control adecuado en este tipo de operaciones.

4.1. LBO Y ASISTENCIA FINANCIERA.

En la medida en que el repago de la deuda de la adquisición junto con los intereses se realice generalmente con recurso a los flujos de efectivo y los activos de la *Target* y, de una u otra forma, se empleará el patrimonio de la *Target* para garantizar la devolución de la financiación de la adquisición, será necesario analizar cada caso concreto en relación con las restricciones relativas a la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de participaciones sociales propias en el caso de sociedades de responsabilidad limitada, o de acciones propias en el caso de sociedades anónimas, con carácter previo a la implementación de la estructura del LBO y de la operación de financiación, de conformidad con los artículos 143.2 y 150 LSC⁶⁴.

⁶² PAZ-ARES, C., “*Negocios sobre las propias acciones.*” *La Reforma del Derecho español de sociedades de capital*, 1987, pp. 599-600.

⁶³ CARRETERO PIRES, A. “*Prohibición de asistencia financiera: concepto y aplicación a operaciones de adquisición apalancadas.*”, *cit.* p.416.

⁶⁴ Art. 143.2 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital:

“2. 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”.

Art. 150 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital:

Los artículos 143.2 y 150 LSC establecen una prohibición de asistencia financiera para la adquisición de las acciones de la sociedad asistente o su dominante (en el caso de sociedades anónimas) o de cualquier de las sociedades del grupo (en el caso de sociedades de responsabilidad limitada), respectivamente. En términos generales, el objetivo de la prohibición legal lo constituyen todos aquellos negocios jurídicos que, directa o indirectamente, conllevan la utilización de los recursos de la sociedad para facilitar la adquisición de sus propias acciones o participaciones sociales. En este sentido, además del anticipo de fondos, la concesión de préstamos y crédito y la prestación de garantías, se incluye una cláusula general de cierre donde se prohíbe en general la prestación de asistencia financiera para todos aquellos negocios u operaciones realizados por una sociedad que facilite la asistencia financiera para la adquisición de sus propias acciones o las de su sociedad dominante.

Uno de los principales problemas que surge en torno a la prohibición de asistencia financiera reside en la escasa o nula definición jurídica con respecto a los términos que engloban la misma. Ante ello, la doctrina se ha encargado de realizar una interpretación jurídica adecuada teniendo en cuenta con la intención del legislador, no obstante, esta situación de inseguridad jurídica provocada por el legislador ha dado lugar a opiniones contradictorias en la doctrina debido a la aplicación de los conceptos términos amplios o estrictos. Es decir, es necesario mantener una congruencia con la normativa y la literalidad de la ley, sin entrar en ampliaciones con tildes artificiales⁶⁵.

En nuestra opinión, este es uno de los puntos débiles de la legislación vigente, puesto que la falta de regulación concreta respecto a determinados conceptos incluidos en artículos crean una mayor inseguridad jurídica dado que, en ocasiones, se trata de llevar la

“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”.

⁶⁵ CARRETERO PIRES, A., “*Prohibición de asistencia financiera: concepto y aplicación a operaciones de adquisición apalancadas.*”, cit. p.414, cita a BAYONA GIMÉNEZ, “*La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*”, Editorial Aranzadi, 2002.

prohibición de asistencia financiera a terrenos conflictivos en los que es difícil establecer si se produce o no tal prohibición.

Es preciso destacar que el propio artículo 150 LSC incluye excepciones a la prohibición de asistencia financiera contenida en el 143.2 y 150 LSC. La primera de ellas la encontramos en el artículo 150.2 LSC, el cual determina que la prohibición de asistencia financiera no se aplicará a aquellos negocios que se dirijan a fomentar la asistencia financiera dada al personal de la empresa para la adquisición de las acciones de la propia sociedad. A efectos de lo que se considera “personal de empresa” la legislación y jurisprudencia española han llegado a la conclusión de que no serán considerados personal laboral de la empresa ni los consejeros miembros de los órganos de administración ni aquellos trabajadores que tengan la calidad de figuras de consejero o administrador y alto directivo al mismo tiempo. Por tanto, y de acuerdo con el TS⁶⁶, sólo podrá considerarse la aplicación de la excepción a la prohibición de asistencia financiera en aquellos casos en que el beneficio de la excepción se otorgue al personal de la empresa que tenga una relación laboral o especial con la misma⁶⁷.

En segundo lugar, encontramos otra excepción recogida en el apartado tercero del artículo 150 LSC en el que la prohibición de asistencia financiera cederá para el caso de que se realice por los bancos y demás entidades de crédito cuando la asistencia financiera se produzca en el ámbito de sus operaciones ordinarias (las propias de su objeto social) y siempre y cuando se sufraguen con cargo a bienes libres de la propia entidad. En este caso, a efectos de determinar qué se considera entidad de crédito es preciso acudir a la definición contenida en la regulación en la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito.

Adicionalmente, hay que tener en cuenta que, de acuerdo con lo establecido en el artículo 156 LSC, la prohibición de asistencia financiera operará tanto si la operación se realiza directamente por la sociedad, como si se hace indirectamente por medio de una persona

⁶⁶ En este sentido véase la Sentencia del Tribunal Supremo de la Sala de lo Civil (Sala 1ª), sec. 1ª, de 2 de julio de 2012, donde establece que serán considerados como personal de empresa únicamente aquellos que se encuentren vinculados mediante una relación laboral común (regulada en el Estatuto de Trabajadores) o mediante una relación especial de alta dirección. Por tanto, no quedarían incluidos dentro del término “personal de empresa” aquellos que sin tener contrato laboral común tengan una especial relación con la empresa como puede ser el caso de los trabajadores autónomos, secretarios del consejo de administración, letrados asesores etc.

⁶⁷ PALOMERO BENAZERRAF, A.; SANZ BAYÓN, P., “Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas”, *cit.* pp. 89-92.

interpuesta, esto es, por una sociedad controlada por ella o por una persona física que actúe por cuenta de dicha sociedad controlada⁶⁸.

Para que una operación se encuadre dentro de la prohibición de asistencia financiera, es necesario que se den los siguientes presupuestos esenciales: (i) la operación debe implicar una asistencia financiera; (ii) la asistencia financiera debe ser llevada a cabo por una sociedad de capital a favor de un tercero; (iii) la asistencia financiera debe conllevar la utilización de los recursos de la sociedad asistente para facilitar la adquisición de sus propias acciones o participaciones sociales⁶⁹.

En las operaciones de LBO, en las que se persigue la vinculación del patrimonio de la *Target* al pago de la deuda se hace necesario alcanzar este fin sin infringir la prohibición de asistencia financiera. A pesar de que existen varios métodos para alcanzar este objetivo, el más empleado es el de la fusión de la sociedad adquirente y de la *Target*. En los casos en los que el pago de la deuda se lleva a cabo mediante una fusión o cualquier otro procedimiento societario similar, la doctrina mayoritaria considera que la eventual asistencia financiera quedaría integrada en dicha operación y sujeta a su normativa específica en cuanto a la protección de los intereses de los accionistas o de los acreedores. Por ello, si la operación societaria por la que se culmina el LBO tiene una regulación específica que protege suficientemente los intereses de socios o accionistas y de acreedores, ello justificaría, a juicio de la doctrina, la inaplicación de la regulación de los artículos 143.2 y 150 LSC⁷⁰.

En conclusión, las operaciones de LBO solo quedarán afectadas por la prohibición de asistencia financiera contenida en los artículos 143.2 y 150 LSC cuando concurren las siguientes circunstancias⁷¹:

1. Que se den todos los elementos de la prohibición establecida en el Texto Refundido de la LSC, en especial, que la finalidad de la asistencia financiera sea la adquisición de las acciones o participaciones propias.

⁶⁸ CARRETERO PIRES, A., “*Prohibición de asistencia financiera: concepto y aplicación a operaciones de adquisición apalancadas.*”, cit. p.418.

⁶⁹ PÉREZ LÓPEZ *et al.*, “*La financiación de la adquisición de empresas. Financiación bancaria y vía mercado de capitales*”, cit. p. 147.

⁷⁰ HERNÁNDEZ BENGOA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., “*Leveraged buy outs*”, cit. p. 213.

⁷¹ SERRANO ACITORES, A. “*Leveraged buyouts: El Sistema Contractual de las Adquisiciones Apalancadas de Empresas por Operadores de Capital Riesgo*”, cit. p. 319.

2. Que exista un riesgo real sobre los intereses jurídicos de los socios o accionistas y de los acreedores como consecuencia de la asistencia financiera.
3. Que la asistencia financiera no se realice dentro de un procedimiento u operación societaria que incluya los mecanismos de tutela de los intereses jurídicos de los socios o accionistas y de los acreedores.

4.2. FUSIÓN APALANCADA Y ASISTENCIA FINANCIERA.

Las operaciones de LBO culminan habitualmente con una fusión de la sociedad adquirente y la *Target*. Uno de los objetivos principales de las operaciones de LBO es conseguir que la deuda de adquisición sea atendida con los activos y flujos de caja de la *Target* sin incumplir la prohibición de asistencia financiera. Existen dos mecanismos para conseguir este objetivo: (i) el mantenimiento de la personalidad jurídica separada entre la sociedad vehículo y la *Target*, de tal forma que la primera obtenga los flujos de caja necesarios para repagar la deuda de adquisición vía distribución de dividendos o mediante la reducción de capital de la *Target* y la consiguiente devolución de aportaciones, o (ii) la integración del patrimonio de la sociedad vehículo y de la *Target*, de tal forma que la *Target* termine asumiendo la deuda de la adquisición y responda de su repago con todo su patrimonio. La integración de la sociedad vehículo y la *Target* en el ámbito de las operaciones de LBO da lugar a la fusión apalancada o *Merger LBO*⁷².

Aparentemente, la figura de la fusión apalancada salva la prohibición de asistencia financiera en lo que a la letra de la ley se refiere, siendo cuestionable por el espíritu de la norma. La mayor parte de la doctrina defiende la idea de que en la fusión apalancada no hay asistencia financiera por parte de la Sociedad Objetivo a favor de la *NewCo* en la adquisición de las acciones de la primera. Esto se debe a que las acciones de la Sociedad Objetivo son adquiridas y totalmente pagadas por la *NewCo* mediante financiación propia y el préstamo obtenido de terceros, y es con posterioridad a la adquisición y fusión cuando la *NewCo* amortiza la deuda con su acreedor⁷³.

Asimismo, un amplio sector doctrinal consideraba que dado que las normas sobre la fusión permitían proteger más eficazmente los intereses de socios y acreedores que el

⁷² PÉREZ LÓPEZ *et al.*, “La financiación de la adquisición de empresas. Financiación bancaria y vía mercado de capitales”, *cit.* p.1 50.

⁷³ CARRETERO PIRES, A., “Prohibición de asistencia financiera: concepto y aplicación a operaciones de adquisición apalancadas.”, *cit.* p.425.

propio régimen de asistencia financiera, debía admitirse la licitud de dicha operación.⁷⁴

Tal y como se ha mencionado anteriormente, la figura del LBO es una figura atípica en el Derecho español que carece de regulación específica. Sin embargo, encontramos referencias a la fusión apalancada en el artículo 35 LME (“Fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente”) en relación a la prohibición de asistencia financiera⁷⁵. La propia Exposición de Motivos de la LME, indica de forma clara, en su apartado IV, que “la Ley *introduce otras modificaciones* en el régimen de las aportaciones no dinerarias... y en el régimen de la autocartera y de la asistencia financiera, donde es patente aquel postulado legislativo de mayor flexibilidad.” Por tanto, la propia Ley 3/2009 concluye que su artículo 35 no es una mera aclaración expresa o constatación del mismo régimen anterior, sino que lo modifica, añadiendo, además, protecciones adicionales que considera necesarias a estos efectos⁷⁶. Este artículo impone una serie de obligaciones adicionales en cuanto al contenido que debe contener el proyecto de fusión, el informe de los administradores y el informe del experto independiente sobre el proyecto de fusión.

A nivel doctrinal cabe destacar la definición de fusión apalancada según ROYO-VILLANOVA éste considera que consiste en el endeudamiento de una sociedad para adquirir posteriormente el control de otra sociedad. Una vez ha tenido lugar la compra, la adquirente absorbe a la adquirida (fusión apalancada) -denominada *Target* o Sociedad Objetivo- o ésta es absorbida por la adquirida (fusión inversa). La sociedad adquirente

⁷⁴ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., FERNÁNDEZ TORRES, I., “*Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (oportunidad y acierto del art. 35 LME)*”, cit. p.20.

⁷⁵ Artículo 35 de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles: “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”.

⁷⁶ LÓPEZ MATEO, M.A., “*Asistencia financiera: análisis y crítica del derecho vigente. Ley 3/2009 (I)*.” *Revista de Derecho Mercantil*, nº 272, 2009, p. 597.

puede ser una sociedad ya existente o una sociedad creada al efecto –denominada *NewCo*-. Como consecuencia de la fusión apalancada la sociedad que ha sido adquirida soporta el pago de la deuda contraída por la adquirente, es decir, la compra la paga la sociedad comprada, y no el comprador⁷⁷.

Por otro lado, a nivel jurisprudencial, a pesar de que se trata de un tema del que no hay abundante jurisprudencia, cabe destacar la definición acuñada por la Sala 3ª de lo Contencioso-Administrativo del Tribunal Supremo en el año 2012⁷⁸:

“La fusión apalancada que aquí se somete a nuestra consideración es una operación consistente en que, primero, una sociedad existente o creada al efecto ("sociedad vehículo" o "*holding company*", "*venture capital company*" o "*newco*") se endeuda para adquirir el control de otra, es decir, realiza una "compra apalancada" o *Leveraged Buy Out* (LBO), y después la adquirente absorbe a la controlada ("sociedad objetivo" o "*target company*"), dando lugar a la que se conoce como fusión hacia delante o "*forward leveraged buy-out*", o es absorbida por ella, produciéndose la fusión inversa o "*reverse leveraged buy-out*". El coste financiero de la operación termina recayendo en todo caso sobre el patrimonio de la sociedad adquirida.”

⁷⁷ ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera: el art. 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales.”, en *Anales de la Academia Matritense del Notariado*. 2009. p. 119-156. Disponible en: <http://www.elnotario.es/index.php/academia-matritense-del-notariado/1245-fusion-apalancada-y-> (Visitada por última vez el 14 de marzo de 2017)

⁷⁸ Sentencia del Tribunal Supremo de la Sala de lo Contencioso-Administrativo (Sala 3ª), sec.2ª, de 12 de noviembre de 2012.

Figura 2: LBO Forward Merger o Fusión Apalancada⁷⁹

Fusión posterior a una adquisición de una sociedad con endeudamiento de la adquirente

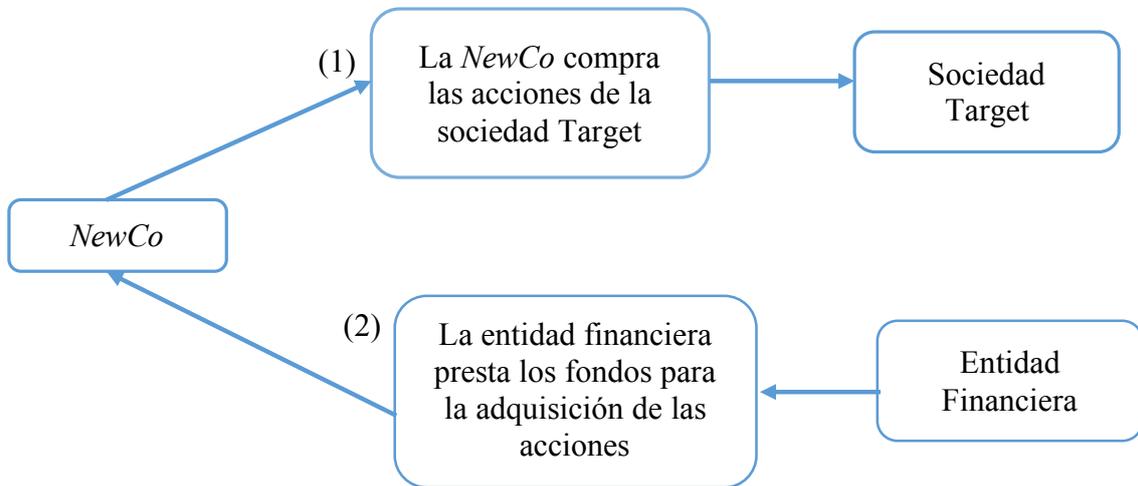
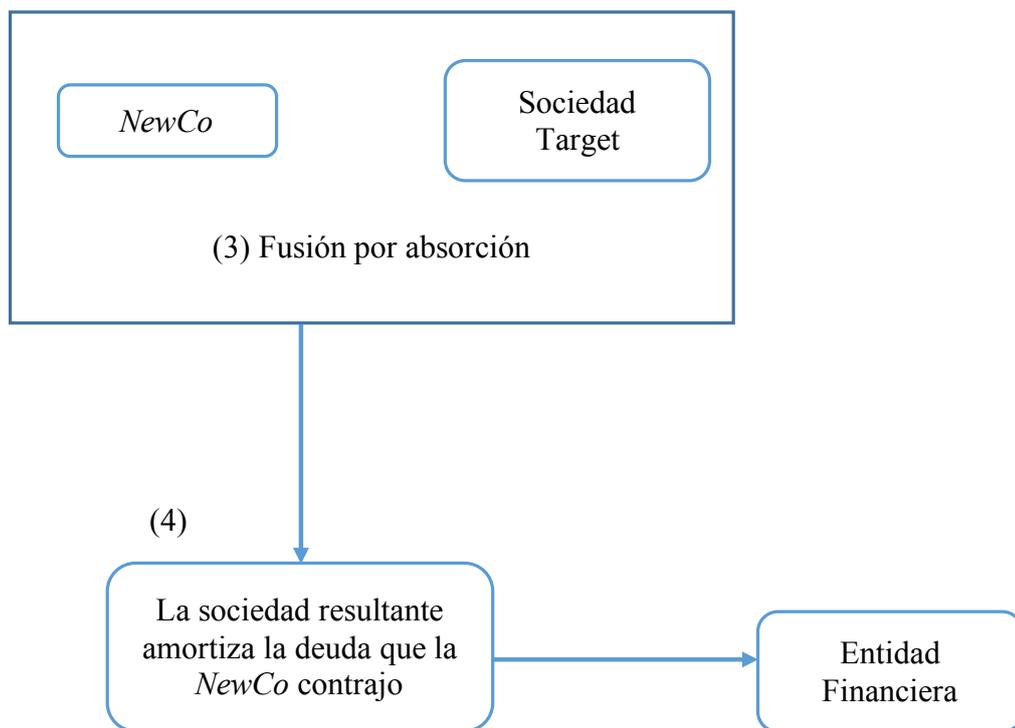


Figura 3: Repago de la deuda⁸⁰



⁷⁹ Fuente: ESPEJO-SAAVEDRA, J.L.; ORTEGA VERDUGO, F.J., “Claves sobre la compra apalancada y la prohibición de la asistencia financiera.” *Estrategia financiera*, nº 232, 2006, p. 24.

⁸⁰ Ídem.

El Tribunal Supremo, en dicha sentencia, recalca asimismo las ventajas que tiene la fusión apalancada:

“Las ventajas que presenta la fusión apalancada frente a la adquisición ordinaria de la "sociedad objetivo" son múltiples: (a) el apalancamiento permite con una inversión reducida tomar el control de una empresa de gran dimensión; (b) la compañía capital riesgo o "*private equity*" incrementa muy notablemente los beneficios que obtiene del capital invertido; (c) las entidades financiadoras de la compra apalancada consiguen garantizar el cobro de la deuda con los activos de la empresa comprada; (d) la confusión de patrimonios permite que el pago de la deuda se haga por la propia compañía adquirida, evitándose a la adquirente, que no carga con el coste fiscal de los repartos de dividendos por la primera que hubiera necesitado la segunda para hacer frente a la deuda contraída por la operación, y, en fin, (e) la compañía comprada asume el coste financiero, pero rebaja significativamente su carga fiscal, al deducir como gasto los intereses satisfechos por los préstamos y la amortización del fondo de comercio que con la fusión se pone de manifiesto.”⁸¹

Por otro lado, la Sentencia del Tribunal Supremo de la Sala 3^a, de 25 de abril de 2013, señala la utilidad de los LBO dado que se trata de un tipo de operación que puede realizarse por diversos objetivos entre los que cabe distinguir los beneficios fiscales, facilitar la reorganización empresarial; la mejora en la gestión del capital empresarial de manera que se evite la sobrecapitalización, o la armonización de los intereses de la propiedad y de la gestión⁸².

Sin embargo, hay que tener en cuenta que las operaciones de LBO tienen igualmente una serie de riesgos que, de acuerdo con SERRANO ACITORES, no podemos obviar: (a) el eventual fracaso financiero como consecuencia de una elección errónea de la Sociedad Target, (b) la falta de terceros interesados en la compra de la Sociedad Target (o de la participación mayoritaria) propiedad del operador de capital riesgo cuando este desee desinvertir y (c) la problemática que genera la prohibición de asistencia financiera en este

⁸¹ Sentencia del Tribunal Supremo de la Sala de lo Contencioso-Administrativo (Sala 3^a), sec.2^a, de 12 de noviembre de 2012.

⁸² Sentencia del Tribunal Supremo de la Sala de lo Contencioso-Administrativo (Sala 3^a), sec.2^a, de 25 de abril de 2013.

tipo de operaciones⁸³.

Con la redacción del artículo 35 LME un sector doctrinal mayoritario defendió que se trataría de un supuesto no prohibido por cuanto los diferentes intereses en juego, especialmente de socios minoritarios y acreedores, que estarían ya protegidos por el propio régimen de la fusión; en concreto, por la necesidad de informe de experto independiente, que velaría por la razonabilidad del canje y por el derecho de oposición a la fusión de los acreedores (salvo pago o garantía de sus créditos). Hasta ahora, no ha habido jurisprudencia del Tribunal Supremo a estos efectos y la única sentencia que versa sobre la materia y hace referencia expresa a la fusión apalancada corresponde a la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, Sección 28ª, de fecha 9 de enero de 2007, en el asunto de la OPA de Endesa, donde adopta el argumento de que no habría asistencia financiera prohibida en base a que la fusión ya contempla sus propios mecanismos de garantía para acreedores y socios minoritarios⁸⁴.

Si bien tal y como se ha mencionado, la fusión apalancada de sociedades puede salvar la prohibición de asistencia financiera, el artículo 35 LME se refiere al supuesto de fusión entre dos o más sociedades cuando una de ellas (*NewCo*) se hubiera endeudado con una entidad financiera en los tres años inmediatamente anteriores para adquirir el control de la otra que hubiera participado en la fusión (Sociedad Objetivo) exige el cumplimiento de una serie de requisitos⁸⁵.

La sociedad habrá de cumplir las reglas que estipula el artículo 35 LME siempre y cuando haya contraído deuda en los tres años inmediatamente anteriores con el fin de la adquisición del control de la otra sociedad que participa en el proceso de fusión. Así, se salvará la prohibición de asistencia financiera siempre y cuando la sociedad cumpla con las siguientes previsiones: (1) la aprobación del proyecto de fusión por la Junta General de Accionistas indicando en el mismo los recursos y plazos previstos para satisfacer la deuda que ha sido contraída para adquirir el control o los activo de la sociedad, (2) el

⁸³ SERRANO ACITORES, A. “*Leveraged buyouts: El Sistema Contractual de las Adquisiciones Apalancadas de Empresas por Operadores de Capital Riesgo*”, cit. p.179.

⁸⁴ GRIMA FERRADA, J., “*Seguridad jurídica, inversión y compraventa apalancada de empresas.*”, marzo de 2013, pp. 22-23. Disponible en: http://www.cuatrecasas.com/media_repository/docs/esp/seguridad_juridica_inversion_y_compraventa_256.pdf (Visitada por última vez el 13 de marzo de 2017)

⁸⁵ CARRETERO PIRES, A., “*Prohibición de asistencia financiera: concepto y aplicación a operaciones de adquisición apalancadas.*”, cit. p.429.

informe de los administradores sobre el proyecto de fusión indicando las razones que justifiquen la adquisición del control de los activos y (3) un informe de experto independiente sobre el proyecto de fusión que enjuicie la razonabilidad de las indicaciones de los números anteriores y que determine si existe asistencia financiera en la operación societaria.

En cuanto a los requisitos exigidos por el legislador en el artículo 35 LME, en lo que respecta al primer apartado, en el supuesto de una fusión apalancada, el contenido del proyecto de fusión habrá de ser el estipulado para cualquier operación de fusión, con carácter general en el artículo 31 LME, a lo que habría que añadir la indicación de *los recursos y plazos previstos para satisfacer la deuda que ha sido contraída para adquirir el control o los activo de la sociedad* (art. 35.1ª LME). De acuerdo con parte de la doctrina, la exigencia peca por defecto ya que quizás habría sido conveniente incluir en el proyecto una mención expresa a la solvencia de la sociedad, al nivel de endeudamiento o a la reducción del activo neto que se producirá como consecuencia de la realización de la operación⁸⁶.

En nuestra opinión, sería conveniente añadir en la letra del artículo una mención que determine un límite máximo de endeudamiento en este tipo de operaciones de tal manera que se redujeran las probabilidades de que la fusión apalancada desemboque en una situación concursal. Parece, que un criterio sería que la operación no redujese el activo neto por debajo de un determinado nivel, lo que podría asegurar la pervivencia de la sociedad durante un determinado período posterior a la operación pues el nivel de endeudamiento de la sociedad objetivo oscila entre cuatro y doce veces el importe de los fondos propios⁸⁷.

La segunda exigencia del artículo 35 LME es el informe de los administradores, con ello lo que se pretende es que los administradores informen de la operación en su conjunto expresión que engloba las dos exigencias a que se refiere la primera parte de este inciso del precepto: el por qué y el para qué de la operación. En nuestra opinión, coincidimos con la postura de SÁNCHEZ-CALERO en el carácter deficiente de este inciso del

⁸⁶ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., FERNÁNDEZ TORRES, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (oportunidad y acierto del art. 35 LME)”, cit. p.20.

⁸⁷ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., FERNÁNDEZ TORRES, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (oportunidad y acierto del art. 35 LME)”, cit. p.33.

artículo, por lo que habría sido adecuado incluir la exigencia en el informe de administradores de una acreditación de que la sociedad puede mantener su solvencia y liquidez a lo largo de un período de tiempo posterior a la operación, con un análisis detallado de los flujos de tesorería. Asimismo, teniendo en cuenta la inseguridad que genera este tipo de operaciones en torno a la existencia o no de asistencia financiera, habría sido un acierto incluir en la letra de la ley que el informe de administradores tuviera que manifestarse con respecto a la existencia o no de asistencia financiera en la operación, ya que, la única valoración con la que cuentan socios y acreedores a este respecto será el informe del experto independiente⁸⁸.

En nuestra opinión, estas medidas aportarían una mayor seguridad jurídica al sistema y permitirían asegurar la viabilidad de un mayor número de operaciones puesto que se reducirían las posibilidades de operaciones que se ven abocadas a una situación concursal como consecuencia de una exigencia de una estructura más sólida de las operaciones.

En cuanto al tercer requisito recogido en el artículo 35 LME la doctrina mayoritaria se inclina por considerar que el informe de expertos independientes ha de emitirse en cualquier caso de fusión apalancada⁸⁹ con el fin de incrementar la información de los socios y acreedores en la fusión proporcionándoles una valoración técnica y objetiva⁹⁰ mientras que para el resto de fusiones podemos encontrar algunas causas que eximen de la obtención de este informe⁹¹.

El artículo 35 LME no realiza ninguna mención sobre la designación del experto independiente por lo que hay que acudir a lo establecido en el artículo 34 (Informe de expertos sobre el proyecto de fusión) de dicho texto legal. El primer apartado del artículo establece que serán los administradores de las sociedades quienes solicitarán al

⁸⁸ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., FERNÁNDEZ TORRES, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (oportunidad y acierto del art. 35 LME)”, cit. p.29.

⁸⁹ En este sentido ver LÓPEZ MATEO, M.A., “Asistencia financiera: análisis y crítica del derecho vigente. Ley 3/2009 (I)”, cit. pp. 887 y 888 y MINGOT AZNAR, M. “Contenido y alcance del informe del experto independiente en las fusiones apalancadas del art. 35 LME.” *Revista de derecho de sociedades*, nº 35, 2010, p. 215.

⁹⁰ PALOMERO BENAZERRAF, A.; SANZ BAYÓN, P., “Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas”, cit. p. 96.

⁹¹ VIVES RUIZ, F., “Mecanismos de protección de accionistas y acreedores en la Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales.”, *Revista Icade. Revista de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, nº 83-84, 2012, p. 451.

registrador mercantil⁹² del domicilio social el nombramiento de uno o varios expertos independientes que para emitir un informe sobre el proyecto de fusión⁹³.

El juicio que emitan los expertos se configura como una suerte de certificación de la viabilidad, de la congruencia y correspondencia con los principios de buena gestión empresarial, del efecto del apalancamiento de la operación. La exigencia de informe de expertos es, por tanto, una medida dirigida en principio a la protección de los socios e, indirectamente al menos, también de otros interesados o afectados por la fusión en tanto refuerza la información que se pone a su disposición para que decidan con conocimiento de causa⁹⁴.

Asimismo, se requiere que el experto independiente se pronuncie sobre la existencia o no de asistencia financiera, sin embargo, esto no implica que la asistencia financiera esté prohibida, sino que el artículo parece apuntar que las fusiones apalancadas pueden comportar asistencia financiera, lo que reclama que se produzca el análisis del experto caso por caso⁹⁵. No obstante, la vinculación de la asistencia financiera a la formulación del informe de experto independiente es errónea dado que, tal y como defienden SÁNCHEZ-CALERO y RONCERO SÁNCHEZ, se trata de una cuestión estrictamente jurídica y no de una cuestión económico-financiera. Por tanto, habría sido más razonable que la determinación sobre la posible existencia de asistencia financiera en la operación de fusión apalancada quedara en todo caso confiada a los administradores de la sociedad y no a los expertos a quienes sólo se les debería pedir que se pronunciaran sobre aspectos económico-financieros-contables⁹⁶.

En último lugar, hay que tener en cuenta que el informe de experto independiente es indicativo por lo que no puede considerarse determinante ya que la cuestión quedará resuelta en último término por los Tribunales. Es lógico, que este control *a posteriori*

⁹² En lo referente al proceso del nombramiento del experto independiente ver artículos 338 y ss. del Reglamento del Registro Mercantil.

⁹³ En este sentido véase GIMENO RIBES, M., “*La fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente (Análisis del art. 35 LME)*”, 2015, pp. 447 y ss.

⁹⁴ RONCERO SÁNCHEZ, A., “*Ámbito de la exigencia del informe de expertos independientes en caso de fusiones posteriores a adquisiciones apalancadas*”, cit. p. 260.

⁹⁵ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., FERNÁNDEZ TORRES, I., “*Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (oportunidad y acierto del art. 35 LME)*”, cit. p.20.

⁹⁶ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., FERNÁNDEZ TORRES, I., “*Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (oportunidad y acierto del art. 35 LME)*”, cit. p.23 y RONCERO SÁNCHEZ, A., “*Ámbito de la exigencia del informe de expertos independientes en caso de fusiones posteriores a adquisiciones apalancadas*”, cit. p. 263.

genera una gran inseguridad jurídica y puede tener un efecto perturbador para los mercados⁹⁷.

En opinión de VIVES RUIZ, dicho artículo no puede interpretarse de forma extensiva, de tal forma que implique el rechazo de las fusiones apalancadas. La referencia a la asistencia financiera debería interpretarse en un sentido meramente económico, como corresponde a la labor del experto, y no en referencia a la prohibición de asistencia financiera del artículo 150 LSC⁹⁸.

Por tanto, en nuestra opinión, para poder dotar de una mayor seguridad jurídica al sistema y puesto que, por su magnitud, algunas operaciones de fusiones apalancadas pueden tener efecto sobre un gran número de *stakeholders* así como sobre el mercado en su conjunto, sería conveniente que el informe de experto independiente quedase supeditado a la aprobación del juez en cuanto a la determinación de la existencia o no de asistencia financiera⁹⁹. De acuerdo con el carácter preventivo del legislador español, y al tratarse de un concepto jurídico y no económico, es mucho más eficaz que la determinación de la asistencia financiera quede supeditada al juez en primer lugar, ya sea mediante la aprobación del informe de experto independiente o mediante la consideración directa por el juez, con el fin de evitar la inseguridad que aporta el control *a posteriori* que existe en la actualidad.

Con todo, parece ser que la fusión entre la *NewCo* y la *Target* permite evitar la aplicación de la prohibición de asistencia financiera recogida en el artículo 150 LSC dado que el legislador considera que con los tres requisitos recogidos en el artículo 35 LME y teniendo en cuenta el límite temporal que establece de tres años –puesto que si transcurren un período superior a tres años el artículo 35 LME no será de aplicación- se protegen suficientemente los intereses de socios y acreedores, aunque tal y como se ha expuesto la legislación adolece de numerosas deficiencias.

⁹⁷ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., FERNÁNDEZ TORRES, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (oportunidad y acierto del art. 35 LME)”, *cit.* p.25.

⁹⁸ VIVES, F., y TAPIAS, A., “La Ley de Modificaciones Estructurales”, *cit.* p.34.

⁹⁹ Sobre el efecto de las situaciones de insolvencia para los *stakeholders* ver RONCERO SÁNCHEZ, A. “Fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento del adquirente”, en *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*. 2009. pp. 739 y ss.

4.3. EFECTOS DE LA VULNERACIÓN DE LA PROHIBICIÓN

En lo que se refiere a los efectos que produce la vulneración de la norma que prohíbe la asistencia financiera nada queda recogido en los artículos 143 y 150 LSC con lo que se incrementa la inseguridad jurídica por parte del legislador. Por tanto, el problema ha sido, una vez más, resuelto por la doctrina mediante la aplicación del artículo 6.3 del Código Civil (en adelante, CC) que establece la nulidad de pleno derecho para los actos contrarios a las normas imperativas y prohibitivas¹⁰⁰.

Para analizar adecuadamente las consecuencias que se derivan del incumplimiento de lo estipulado en los artículos 143 y 150 LSC es necesario distinguir los dos negocios jurídicos que envuelven la operación: (i) por un lado, el negocio jurídico de asistencia financiera por la sociedad asistente a favor del tercero asistido y (ii) por otro lado, el negocio jurídico de adquisición de acciones de la sociedad asistente o su dominante (en caso de sociedades anónimas) o de cualquiera de las sociedades del grupo (en el caso de las sociedades de responsabilidad limitada)¹⁰¹.

Respecto al negocio de asistencia financiera en virtud del cual se hubiera prestado asistencia financiera, dado que los artículos 143 y 150 LSC no establecen un régimen sancionador como consecuencia de la vulneración de la prohibición, la doctrina coincide en que será de aplicación el artículo 6.3 CC, que establece que “*los actos contrarios a las normas imperativas y a las prohibitivas son nulos de pleno derecho, salvo que en ellas se establezca un efecto distinto para el caso de contravención*”. Consecuentemente, el correspondiente negocio por el que se haya prestado asistencia financiera, es decir, el préstamo o crédito concedido, el anticipo de fondos, la donación, o cualquier otro por el que pueda entenderse producida la prestación de dicha asistencia financiera, carecerá de efectos jurídicos *ab initio*, por lo que el negocio jurídico será nulo de pleno derecho y no podrá desplegar las consecuencias jurídicas deseadas por las partes, por lo que quedarán obligadas y podrán exigirse mutuamente la restitución de las respectivas prestaciones¹⁰².

¹⁰⁰ CARRETERO PIRES, A., “*Prohibición de asistencia financiera: concepto y aplicación a operaciones de adquisición apalancadas.*”, cit. p.419.

¹⁰¹ PÉREZ LÓPEZ *et al.*, “*La financiación de la adquisición de empresas. Financiación bancaria y vía mercado de capitales*” cit. p. 148.

¹⁰² HERNÁNDEZ BENGOA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., “*Leveraged buy outs*”, cit. p. 215.

En este sentido cabe destacar la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, Sección 14ª, de 2 de junio de 2015, en la que existe una vulneración de la prohibición de asistencia financiera recogida en el artículo 150 LSC y como consecuencia la Audiencia Provincial declara la nulidad de pleno derecho de la asistencia financiera así como del negocio jurídico de compraventa de acciones por aplicación del artículo 6.3 CC.

Por otro lado, en lo que respecta a los efectos sobre el negocio de adquisición, existe un mayor debate doctrinal sobre si la nulidad de la asistencia financiera puede extenderse al negocio jurídico de la adquisición. La doctrina mayoritaria, consideración con la que estamos de acuerdo, entiende que no tiene por qué existir un contagio de la nulidad del negocio de asistencia financiera sobre el negocio de adquisición de las acciones, sino todo lo contrario, podría afirmarse el negocio de adquisición de acciones es, en principio, válido, puesto que si ambos negocios son independientes en términos jurídicos la nulidad de uno no puede ser la causa de la nulidad del otro. No obstante, en aras de asegurar la protección de los intereses protegidos por la normativa sobre acciones propias, el juez podrá anular el negocio de adquisición siempre que quede suficientemente probado que el vendedor de las mismas actuó de mala fe a sabiendas de la ilicitud de la financiación del tercero adquirente y siempre y cuando no se perjudiquen los intereses de terceras partes que actúan de buena fe¹⁰³.

Del mismo modo, coinciden con esta opinión URÍA, MENÉNDEZ y GARCÍA DE ENTERRÍA¹⁰⁴ al analizar el antiguo artículo 81 LSA cuando manifiestan que “deben entenderse por principio que el incumplimiento de este régimen determinan solamente la nulidad del negocio de asistencia financiera, pero no la del negocio de adquisición de las acciones concluido por el tercero.”

Al margen de los efectos que para los negocios jurídicos derivados del incumplimiento de la asistencia financiera se han expuesto previamente, la doctrina analiza además las consecuencias que tiene la infracción de la prohibición de asistencia financiera desde otra

¹⁰³ CARRETERO PIRES, A., “Prohibición de asistencia financiera: concepto y aplicación a operaciones de adquisición apalancadas.”, cit. p.419.

¹⁰⁴ 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, 2015, p. 985.

perspectiva: la responsabilidad que deriva para los sujetos intervinientes en la operación¹⁰⁵.

La LSC prevé un régimen específico en relación a la responsabilidad de los administradores u otros sujetos con poder de representación de la sociedad que hubieran podido intervenir exigiendo responsabilidad civil y administrativa. La responsabilidad civil aparece recogida en los artículos 236 y siguientes LSC, que trata la responsabilidad de los administradores obligándoles a responder del daño que causen por actos u omisiones contrarios a la ley o a los estatutos o por los realizados incumpliendo los deberes inherentes al desempeño del cargo, siempre y cuando haya intervenido dolo o culpa.

Por otro lado, con respecto a la responsabilidad administrativa, de acuerdo con el artículo 157 LSC, se reputarán como responsables de la infracción a los administradores de la sociedad infractora y, en su caso, a los de la sociedad dominante que hayan inducido a cometer la infracción. Se considerarán como administradores no sólo a los miembros del consejo de administración, sino también a los directivos o personas con poder de representación de la sociedad infractora. La infracción se sancionará con multa por importe de hasta el valor nominal de las participaciones asumidas o acciones suscritas. En este caso, cabe destacar la Sentencia de la Audiencia Nacional Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 3ª, de 22 de enero de 2015, en la que se impone una sanción consistente en una multa al administrador de una sociedad mercantil en base al artículo 157 LSC por prestar asistencia financiera para la adquisición de participaciones propias o emitidas por sociedades de un grupo¹⁰⁶.

¹⁰⁵ BAYONA GIMÉNEZ, R., “*La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*.”, Editorial Aranzadi, 2002, pp. 413 y ss.

¹⁰⁶ En este sentido véase el Fundamento Jurídico 5º de la Sentencia de la Audiencia Nacional Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 3ª, de 22 de enero de 2015.

5. CONCLUSIONES.

Una vez expuesta la figura de adquisición apalancada como instrumento característico en el ámbito mercantil de las fusiones y adquisiciones así como su regulación legal vigente en torno a la prohibición de asistencia financiera, caben destacar las siguientes conclusiones:

1. La figura de adquisición apalancada o LBO es un negocio jurídico que no se encuentra tipificado en el ordenamiento jurídico español, a pesar de su habitualidad en los mercados de fusiones y adquisiciones. Esto ha dado lugar a una gran inseguridad jurídica en el sistema que ha tenido que ser resuelta por la doctrina española, dado que la jurisprudencia que existe en torno al LBO es escasa. Por ello, es necesario que el legislador introduzca una regulación que determina las características de este tipo de operaciones con el fin de dotar una mayor seguridad jurídica al sistema.

2. Se trata de una operación que se caracteriza por un alto recurso al endeudamiento que provoca un incremento del riesgo de la sociedad adquirida para satisfacer sus obligaciones que podrá derivar, en su caso, en una situación concursal. Dado el elevado número de este tipo de operaciones que desembocan en una situación concursal se ha acuñado la acepción de *Large Bankruptcy Opportunity* para la figura del LBO, con el fin de poner de manifiesto el gran número de operaciones de LBO que finalizan en la quiebra de la sociedad como consecuencia del alto nivel de apalancamiento.

Para hacer frente a esta cuestión, sería necesario que en la regulación del LBO el legislador introdujera una relación equilibrada recursos propios/recursos ajenos, de tal manera que se consiga asegurar la viabilidad de la sociedad. La proporción máxima que, en nuestra opinión, la Ley debería permitir en este tipo de operación sería de 65% de recursos ajenos frente al 35% de recursos propios con el fin de que se le procuren a la sociedad recursos suficiente para impulsar la actividad y hacer frente al repago de la deuda.

La Ley debería de exigir asimismo un Plan de Viabilidad de la operación durante un plazo de tres años para pequeñas y medianas empresas y un plazo de cinco años para grandes empresas. Dicho Plan de Viabilidad, para asegurar una estructura sólida de la sociedad,

debe ofrecer una justificación de que la sociedad puede mantener su solvencia y liquidez tras la operación. El plazo aumenta en el caso de grandes empresas puesto que los afectados por la situación concursal tras una operación de LBO aumentan en número, ya que se trata de sociedades que tienen efectos para el mercado en su conjunto, no sólo socios y acreedores, sino también un gran número de *stakeholders* que tienen interés en la empresa.

3. Los LBO, si bien carecen de regulación legal, se encuentran afectados por la prohibición de asistencia financiera recogida por el legislador en la LSC. La LSC establece una prohibición de asistencia financiera para la adquisición de las acciones de la sociedad dominante o cualquiera de las sociedades del grupo. Sin embargo, el problema surge por la deficiente regulación por parte del legislador.

La prohibición de asistencia financiera engloba una serie de requisitos sobre los que no existe definición legal alguna. Una vez más, ha sido la doctrina quien ha tenido que dar interpretación a los conceptos recogidos por el legislador, lo que ha contribuido a aumentar la inseguridad jurídica en este tipo de operaciones. Esta falta de regulación legal ha provocado que, en ocasiones, se lleve la asistencia financiera a extremos en los que es difícil determinar si ha de aplicarse tal prohibición. Por tanto, es necesario que el legislador regule los conceptos que engloban la prohibición de asistencia financiera, a saber, anticipo de fondos, concesión de créditos o préstamos y prestar garantías, así como una adecuada definición de asistencia financiera que no permita reinterpretar la misma en otros sentidos.

4. Igualmente, encontramos una referencia a la fusión apalancada en el artículo 35 LME que contiene previsiones relativas a la asistencia financiera en caso de fusión. Con la LME el legislador trata de incluir una mayor flexibilidad en relación a la prohibición de asistencia financiera, sin embargo, ha causado grandes dudas en torno a su interpretación debido al carácter deficiente de la letra del artículo.

La doctrina mayoritaria, así como la Sección 28ª de la AP de Madrid en su Sentencia de fecha 9 de enero de 2007, consideran que la fusión apalancada salva la prohibición de asistencia financiera puesto que se estiman protegidos los intereses de socios y acreedores por el propio régimen recogido en la LME para las fusiones.

5. En lo que respecta al primer apartado del artículo 35 LME, se requieren los recursos y plazos previstos para la satisfacción de las deudas contraídas en el proyecto de fusión. En nuestra opinión, sería necesario incluir en el proyecto de fusión la proporción de recursos propios y ajenos utilizados en la operación así como el Plan de Viabilidad, teniendo en cuenta las limitaciones mencionadas anteriormente, con el fin de que pueda ofrecerse en el proyecto de fusión una mención expresa a la pervivencia de la sociedad durante un plazo determinado posterior a la fusión.

6. En cuanto a la segunda exigencia recogida por el artículo 35 LME, será necesario un informe de los administradores sobre el proyecto de fusión. Una vez más, el legislador ha establecido una regulación con ciertas deficiencias, por lo que sería conveniente añadir a la letra del artículo una exigencia a los administradores sobre la existencia o no de asistencia financiera con el fin de tener una valoración adicional a la que ofrece el experto independiente.

7. La tercera y última exigencia del artículo 35 LME ha sido la más discutida. La doctrina mayoritaria entiende que este requisito es exigible en todo caso en las fusiones apalancadas como medida adicional para la protección de socios y acreedores. La problemática que surge en este apartado tercero del artículo se basa en la determinación por parte del experto independiente de la existencia de asistencia financiera, dado que la cuestión es estrictamente jurídica y los expertos deberían pronunciarse únicamente sobre aspectos financieros. Además, cabe destacar que el informe de experto independiente no es vinculante, sino que finalmente, la cuestión será resuelta por los Tribunales. Dicho control *a posteriori* por parte de los Tribunales acrecienta la inseguridad jurídica.

Como solución a este problema, y de acuerdo con el carácter preventivo del legislador, sería adecuado que el informe del experto independiente quedase supeditado a la aprobación del Juez, que podrá manifestarse sobre la existencia de asistencia financiera desde un punto de vista jurídico. Ello permitirá dotar de mayor seguridad jurídica al sistema evitando que operaciones de gran calado en el mercado puedan verse afectadas por la decisión posterior del Juez, pues este ya se habría manifestado sobre la viabilidad de la operación.

8. Finalmente, en caso de que se vulnere la prohibición de asistencia financiera, el negocio jurídico por el que se haya prestado asistencia financiera será nulo de pleno derecho en virtud del artículo 6.3 CC, por lo que no desprenderá efecto jurídico alguno. Sin embargo, en nuestra opinión ello puede acarrear consecuencias complicadas para las sociedades y terceras partes involucrados, por lo que con la ratificación del juez del informe de experto independiente sobre la asistencia financiera se evitará que pueda declararse nulo el negocio realizado.

6. BIBLIOGRAFÍA

INFORMES

- ASCRI. Informe de la actividad de Capital Riesgo en España (Venture Capital & Private Equity activity in Spain), 2013
- ASCRI. Informe de la actividad de Capital Riesgo en España (Venture Capital & Private Equity activity in Spain), 2014.
- ASCRI. Informe de la actividad de Capital Riesgo en España (Venture Capital & Private Equity activity in Spain), 2015.
- ASCRI. Resumen de la actividad de Capital Privado (Private Equity & Venture Capital) en España, 2016.

OBRAS DOCTRINALES

- ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “*Fusión apalancada y asistencia financiera: el art. 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales.*”, en *Anales de la Academia Matritense del Notariado*. 2009. p. 119-156.

Disponible en: <http://www.elnotario.es/index.php/academia-matritense-del-notariado/1245-fusion-apalancada-y-> (Visitada por última vez el 14 de marzo de 2017)

- AURIOLES MARTÍN, A., “*Los leveraged buy-outs y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas*”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 51, 1993, pp. 637-680.
- BAYONA GIMÉNEZ, R., “*La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias.*”, Editorial Aranzadi, 2002.

- CARRETERO PIRES, A. “*Prohibición de asistencia financiera: concepto y aplicación a operaciones de adquisición apalancadas.*”, 2008, pp. 410-433.

- ENCISO ALONSO-MUÑUMER, M., SERANO ACITORES, A., “*El retorno de los leveraged buyouts tras la crisis financiera: un análisis de la tipología y de las partes intervinientes*”, Noticias Jurídicas, 2015.

Disponible en: http://noticias.juridicas.com/conocimiento/articulos-doctrinales/10129-el-retorno-de-los-leveraged-buyouts-tras-la-crisis-financiera:-un-analisis-de-la-tipologia-y-de-las-partes-intervinientes-i/#_ftn1

(Visitada por última vez el 20 de febrero de 2017)

- ESPEJO-SAAVEDRA, J.L.; ORTEGA VERDUGO, F.J., “*Claves sobre la compra apalancada y la prohibición de la asistencia financiera.*” *Estrategia financiera*, nº 232, 2006, pp. 20-25.

- FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, M.C., “*La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones como obstáculo a ciertas compras apalancadas de empresas, o leveraged buy-outs.*”, *Revista de Derecho Mercantil*, nº 232, 1999, pp. 577-642.

- HERNÁNDEZ BENGUA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., “*Leveraged buy outs*”, coordinado por SAAVEDRA ORTIZ J.J. y SERRANO ACITORES, A. en, “*Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*”, Bosch, Barcelona, 2011, pp.195-227.

- GARRIDO, J.M^a., “*Tácticas defensivas frente a ofertas de adquisición hostiles: la experiencia anglosajona*”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 42, 1992, abril-junio, p. 365.

- GRIMA FERRADA, J., “*Seguridad jurídica, inversión y compraventa apalancada de empresas.*”, marzo de 2013, pp. 22-23.

Disponible en: http://www.cuatrecasas.com/media_repository/docs/esp/seguridad_juridica_inversion_y_compraventa_256.pdf (Visitada por última vez el 13 de marzo de 2017)

- KAPLAN, S. N., & STRÖMBERG, P. “*Leveraged buyouts and private equity*”. *The Journal of economic perspectives*, vol. 23, nº1, 2009, pp. 121-146.

- LLAVINÉS CASTELLS, J., “*LBO, el método que lleva a la bancarrota*”, en *El Economista*.

Disponible en: <http://www.economista.es/firmas/noticias/7376125/02/16/LBO-el-metodo-que-lleva-a-la-bancarrota.html> (Visitada por última vez el 13 de febrero de 2017).

- LÓPEZ MATEO, M.A., “*Asistencia financiera: análisis y crítica del derecho vigente. Ley 3/2009 (I)*.” *Revista de Derecho Mercantil*, nº 272, 2009, pp. 541-618.

- MANZANO FRÍAS, M.C. “*La evolución de las operaciones de Leveraged Buy Out y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera*.” *Estabilidad financiera*, nº 13, 2007, pp. 33-42.

Disponible en: <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/07/Fic/IEF200713.pdf> (Visitada por última vez el 20 de febrero de 2017)

- MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, J., “*La compra de empresas mediante apalancamiento financiero: LBO*” en *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, McGraw-Hill, 2ª edición, 1993, pp.227-284.

- MCNEILL STANCILL, J., “*Adquisiciones apalancadas de pequeñas empresas*”, *Harvard Deusto Business Review*, nº 36, 1988, p. 33-42.

- MINGOT AZNAR, M. “*Contenido y alcance del informe del experto independiente en las fusiones apalancadas del art. 35 LME.*” *Revista de derecho de sociedades*, nº 35, 2010, pp. 211-231.

- GADEA MOYA, M. J., “*Caracterización del capital riesgo impacto de Fond–Ico global*”, Primer Fondo de Fondos Público Español, 2014.

- PALOMERO BENAZERRAF, A.; SANZ BAYÓN, P., “*Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas*”. *Aranzadi civil-mercantil. Revista doctrinal*, vol. 2, nº 3, 2013, pp. 69-104.

- PAZ-ARES, C., “*Negocios sobre las propias acciones.*” *La Reforma del Derecho español de sociedades de capital*, 1987, pp. 599-600.

- PÉREZ LÓPEZ *et al.*, “*La financiación de la adquisición de empresas. Financiación bancaria y vía mercado de capitales*” coordinado por SEBASTIÁN QUETGLAS, R., y JORDANO LUNA, M., en “*Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*”, Wolters Kluwer, 2016, pp. 135-183.

- PREGEL, G. *et al.*, “*Instrumentos financieros al servicio de la empresa*”, Ediciones Deusto, 1989.

- RONCERO SÁNCHEZ, A., “*Ámbito de la exigencia del informe de expertos independientes en caso de fusiones posteriores a adquisiciones apalancadas*”. *Revista de Derecho de Sociedades*, nº 35, 2010, pp. 257-265.

- RONCERO SÁNCHEZ, A. “*Fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento del adquirente*”, en *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*. 2009. pp. 721-766.

- SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., FERNÁNDEZ TORRES, I., “*Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (oportunidad y acierto del art. 35 LME)*”, 2011.

- SERRANO ACITORES, A. “*La problemática de la asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas por operadores de capital riesgo*” en *ASOCIA- Revista de la Asociación de Antiguos Alumnos- Centro de Estudios Garrigues*, nº20, enero 2007, p.7-9.

Disponible en:

http://alumni.centrogarrigues.com/ficherosceg/alumni/revistaasocia/pdf/asocia_20.pdf (Visitada por última vez el 15 de febrero de 2017).

- SERRANO ACITORES, A. “*Leveraged buyouts: El Sistema Contractual de las Adquisiciones Apalancadas de Empresas por Operadores de Capital Riesgo*”, publicado como Monografía nº 40 de la *Revista de Derecho de Sociedades*, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2013.

- SULLIVAN, J.M., “*Financial Assistance IBA Corporate and M&A Law Committee 2013*”, 2013, p.3-4.

- 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, 2015, pp. 967-988.

- VIVES RUIZ, F., “*Mecanismos de protección de accionistas y acreedores en la Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales.*”, *Revista Icade. Revista de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, nº 83-84, 2012, pp. 439-475.

- VIVES RUIZ, F., “*Las operaciones de "public private" en el derecho de Opas Español*”. Editorial Aranzadi, 2008.

- VIVES, F., y TAPIAS, A., “*La Ley de Modificaciones Estructurales*”. *InDret*, 2013, nº4.

JURISPRUDENCIA

- Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, Sección 28ª, de 9 de enero de 2007.

- Sentencia del Tribunal Supremo de la Sala de lo Contencioso-Administrativo (Sala 3ª), sec.2ª, de 12 de noviembre de 2012.

- Sentencia del Tribunal Supremo de la Sala de lo Civil (Sala 1ª), sec. 1ª, de 2 de julio de 2012.

- Sentencia del Tribunal Supremo de la Sala de lo Contencioso-Administrativo (Sala 3ª), sec.2ª, de 25 de abril de 2013.

- Sentencia de la Audiencia Nacional Sala de lo Contencioso-Administrativo, sec. 3ª, de 22 de enero de 2015.

- Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, Sección 14ª, de 2 de junio de 2015.

LEGISLACIÓN

- DERECHO NACIONAL

- Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil (BOE 6 de octubre de 2015).

- Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (BOE 27 de diciembre de 1989).

- Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil (BOE 31 de julio de 1996).

- 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 2 de julio de 2010).

- Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal (BOE 10 de julio de 2003).

- Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras (BOE 25 de noviembre de 2005).

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

- Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito (BOE 27 de junio de 2014).

- Segunda Directiva del Consejo 77/91/CEE, de 13 de diciembre de 1976, para la reforma y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas comunitarias en materia de sociedades.

- DERECHO COMPARADO

- *Companies Act* 1985.

- *Companies Act* 2006.

- Código Civil Italiano de 1942.