



FACULTAD DE DERECHO

**LA ASISTENCIA FINANCIERA EN LAS OPERACIONES DE LBO Y
DE REFINANCIACIÓN Y REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA**

Autor: Sonia Moya Ruiz
5º E-3 B
Derecho Mercantil
Tutor: Abel Benito Veiga Copo

Madrid
Abril 2017

ÍNDICE

LISTADO DE ABREVIATURAS	iv
RESUMEN	v
1.INTRODUCCIÓN.....	1
1.1 Propósito y contextualización del tema.....	1
1.2 Justificación.....	2
1.3 Objetivos del trabajo.....	4
1.4 Estructura.....	4
1.5 Metodología del trabajo.....	5
2. CONTEXTUALIZACIÓN TEMPORAL Y ESPACIAL DE LA PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA.....	7
2.1 Que es la asistencia financiera y su prohibición.....	7
a) Antecedentes y fundamentos de la prohibición de asistencia financiera. <i>De Trevor v Whitworth</i> a la Directiva 2012/30/UE.....	8
b) Resumen de la regulación sobre asistencia financiera	15
c) Regulación española.....	15
3. LA ASISTENCIA FINANCIERA Y LAS OPERACIONES DE LBO.....	17
3.1 Las operaciones de LBO.....	17
3.2 Las operaciones de merger LBO	19
3.3 La asistencia financiera	21
3.3.1Contenido de la prohibición	21
3.3.1.1 Motivos que fundamentan la prohibición.....	21
3.3.1.2 Conductas subsumibles bajo los artículos 143 y 150 LSC.....	22
3.3.1.3 Elemento temporal y Nexo causal.....	26
3.3.1.4 La importancia del elemento temporal: Asistencia financiera originaria y sobrevvenida.....	28
3.3.2 Comparación con el artículo 143 LSC para las Sociedades Limitadas	30
3.3.3 Excepciones a la prohibición.....	31
3.4 Asistencia financiera en las operaciones de LBO	32
3.4.1 Leverage Buyout bajo el supuesto de asistencia financiera	32
3.4.2 <i>Merger Leverage Buyout</i> bajo el supuesto de asistencia financiera. Estudio del artículo 35 LME.....	35
3.5 Análisis del artículo 35 LME: Ámbito de aplicación.....	37
3.6 Consecuencias de la vulneración de la prohibición de asistencia financiera	41
a) Sobre los negocios jurídicos de financiación y adquisición de las acciones.....	41

b) Sobre los administradores y otros representantes de la sociedad.....	44
4. LA ASISTENCIA FINANCIERA EN LAS OPERACIONES DE REFINANCIACIÓN Y DE REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA.....	47
4.1 ¿En qué consiste una operación de refinanciación o reestructuración de la deuda?: Relevancia durante la reciente crisis financiera.....	47
4.2 Operación de reestructuración o refinanciación de la deuda bajo el supuesto de asistencia financiera.....	48
5. CRÍTICAS, PROPUESTAS DE REFORMA.....	51
5.1 Críticas.....	51
5.2 Propuestas de Reforma e Implicaciones.....	53
CONCLUSIÓN.....	57
BIBLIOGRAFÍA.....	59
ANEXO: ESTRUCTURA DE LOS MERGER LBO.....	68

LISTADO DE ABREVIATURAS

BORME: Boletín Oficial del Registro Mercantil

CC: Código Civil

CCom : Código de Comercio

CDOs: Collateral Debt Obligations

CMNV: Comisión Nacional del Mercado de Valores

CP: Código Penal

FMI: Fondo Monetario Internacional

LBO: Leverage Buyout

LME: Ley de Modificaciones Estructurales

LSA: Ley de Sociedades Anónimas

LSC: Ley de Sociedades de Capital

LSRL: Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada

OPA: Oferta Pública de Adquisición

OPV: Oferta Pública de Venta

RDGRN: Resolución de la Dirección General de Registros y del Notariado

RESUMEN

El incremento del volumen de operaciones de fusiones apalancadas tras la reciente crisis financiera ha reavivado el debate doctrinal y jurisprudencial sobre la si las mismas suponen una violación de la interdicción de asistencia financiera. Este debate se ha acrecentado debido a la ausencia de un marco regulatorio certero. A través de la interpretación de la ley, de la jurisprudencia y de la doctrina este trabajo ha determinado que con carácter general las fusiones apalancadas no se subsumen en el supuesto de asistencia financiera prohibida por no estar presentes en ellas el nexo causal entre el negocio de financiación y el de adquisición de las acciones. Por otra parte, este estudio realiza una crítica al artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales, en el que se regulan las fusiones posteriores a adquisiciones con endeudamiento de la adquirente, por no suponer este una variación del régimen legislativo pre-existente. Asimismo, en este trabajo se señala que las operaciones de reestructuración o de refinanciación de la deuda mediante las cuales se constituyen garantías sobre los activos de la sociedad objetivo tras haber realizado una operación de fusión apalancada no supone un caso asistencia financiera prohibida ya que no está presente ni el nexo temporal ni tampoco el elemento intencional. En efecto, estas operaciones constituirían un supuesto de asistencia financiera sobrevenida no sancionada por la ley. Por último, se realizan diferentes propuestas de reformas para mejorar la regulación existente. Precisamente, mediante este trabajo se quiere instar al legislador a que realice reformas legislativas para otorgar seguridad jurídica a las entidades de capital riesgo que son las que monopolizan las operaciones de fusiones apalancadas y que representan un significativo porcentaje de la inversión en nuestro país. Entre ellas, la más conveniente para aclarar la regulación existente sería exceptuar de la prohibición de asistencia financiera las operaciones de fusiones apalancadas.

Palabras clave

Asistencia financiera, fusiones apalancadas, capital riesgo, reestructuración de la deuda, asistencia financiera originaria y sobrevenida, consecuencias de la vulneración de la asistencia financiera.

ABSTRACT

The increase in the volume of LBO after the recent financial crisis has rekindled the doctrinal and jurisprudential debate on the lawfulness of them under the prohibition of financial assistance. This debate has been intensified due to the lack of an accurate legal framework. Through the interpretation of the law, the jurisprudence and the doctrine this paper has argued that with general character LBO operations do not constitute an infringement of the prohibition of financial assistance because of the lack of link between the financing agreement and the acquisition of shares. Furthermore, this paper issues statements criticising article 35 of Law 3/2009 of April 3, 2009 on structural modifications to commercial companies, under which mergers LBO are regulated, as this precept does not varies the pre-existing regulatory framework. Moreover, this paper points out that debt refinancing and restructuring operations in which guarantees are constituted over the assets of the target company after a LBO has taken place are not prohibited under the financial assistance rule as neither the temporal nexus nor the intentional element are present. Indeed, these transactions will constitute an ex-post financial assistance case not penalised by the law. Finally, this paper provides some reform proposals in order to improve the current regulation. Precisely, the aim of this paper is to urge the policy maker to implement a new regulatory framework in order to provide legal certainty to the venture capital firms that are the ones that monopolized LBO operations that represent a significant percentage of the investment in Spain. Among them, the most convenient reform in order to clarify the current regulation will be to exclude from the prohibition of financial assistance leverage buyout operations.

Key Words

Financial assistance, leverage buy out, venture capital, debt restructuring, original and ex-post financial assistance, consequences of the infringement of financial assistance.

1.INTRODUCCIÓN

1.1 Propósito y contextualización del tema

La controversia con respecto a la prohibición de la asistencia financiera recogida en el artículo 143 y 150 de la Ley de Sociedades de Capital (aquí en adelante “LSC”) para la sociedad limitada y sociedad anónima respectivamente se ha acrecentado en los últimos años debido al incremento de las operaciones de adquisición apalancada (*Leverage Buyout* en inglés o LBO en su versión acrónimo) y de refinanciación y reestructuración de la deuda de las mismas.

Por tanto, el propósito principal de este trabajo de investigación es determinar si dicha prohibición se aplica a las operaciones de compra apalancada. En efecto, llevar a cabo una operación de LBO sin tener en cuenta dicha prohibición podría llevar según lo recogido en el artículo 6.3 del Código Civil (aquí en adelante “CC”) a la nulidad del contrato e imposición de sanciones a administradores, directivos o apoderados de la sociedad. Dichas consecuencias serían catastróficas para las entidades involucradas ya que no se conseguirían ninguno de los objetivos del LBO.

Según el Banco de España, tras su ralentización en el año 2000, el aumento de dichas operaciones en Europa y en Estados Unidos no ha parado de crecer por tres motivos principales: a) los búsqueda de rentabilidades en un contexto de bajos tipos de interés y baja apreciación del riesgo b) la expansión de los mercados de transferencia del riesgo c) la aparición de nuevos intermediarios, como los *hedge funds* y los vehículos de *Collateral Debt Obligations*. No obstante, la creciente importancia de estas operaciones no se debe solo al mayor número de transacciones sino al aumento de su tamaño y su elevado nivel de apalancamiento según una encuesta realizada por el *Banking Supervision Committe* en 2006. Es por ello, que en la actualidad, las firmas de *private equity*, que son las que suelen llevar a cabo este tipo de operaciones, buscan las vías legales necesarias para evitar la prohibición del artículo 143 y 150 LSC.

Dicha cuestión vuelve a plantearse en el supuesto en el que una vez realizada la operación evitando la prohibición sea necesario realizar una refinanciación o una

reestructuración de la deuda de adquisición, suscrita años después de la operación de financiación de adquisición originaria. Por tanto, la relevancia de la aplicación de la prohibición de asistencia financiera no solo se fundamenta en el aumento de las operaciones de LBO en el mercado español e internacional sino también en las posibles reestructuraciones de la deuda tras la adquisición apalancada de una empresa.

1.2 Justificación

Uno de los principales motores del crecimiento económico en un país es la inversión privada. Tal y como apuntaba Keynes¹ la producción de un país es igual a la suma de la inversión más el consumo y el gasto del gobierno. Parte de dicha inversión la llevan a cabo entidades de capital privado cuyo principal objetivo es aumentar el valor de las empresas adquiridas en sectores dinámicos de la economía y una vez se ha conseguido dicho objetivo venderlas en el mercado para obtener un beneficio. Según la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (2016) en 2015 las entidades de capital privado invirtieron un total de 1.020 millones que representa un 97% más que en 2014. De estos 1.020 millones, los LBO aportaron un 39%. Este crecimiento de las operaciones de LBO (562 millones en 2015 frente a los 116 millones de 2014) fue motivado por el incremento de la financiación alternativa así como por una mayor accesibilidad al crédito bancario. Por tanto, pese al declive de este tipo de operaciones durante la crisis financiera², es indudable la significativa importancia de las operaciones de LBO a la inversión privada en España y por ende al crecimiento económico del país. En consecuencia, es preciso un marco regulatorio concreto que determine la posibilidad de realizar dichas operaciones sin violar la prohibición de asistencia financiera ya que las consecuencias de la nulidad de dichas transacciones serían nocivas para el desarrollo económico del país.

No obstante, la relevancia del estudio de la prohibición de la asistencia financiera no solo radica en el incremento de las operaciones de compra apalancada sino también en la reestructuración y refinanciación de la deuda tras la operación de LBO. En efecto, el número de refinanciaciones y reestructuraciones de deuda empresarial creció significativamente en España (210.000 millones en 2013 lo que representa un 15,3% del

¹ KEYNES, *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Fondo de cultura económica, 1965.

² TROCHU, señala que el volumen de LBO se redujo a nivel mundial en un 80% en 2009 en “Les LBO face à la crise”, RDAI/IBLJ n° 4, p. 331 y ss. Véase también DEREN, “LBO: gestion des risques et flexibilité des structurations juridiques”, en *La semaine juridique Entreprise et Affaires*, n° 23, 4 junio 2010.

sector privado) tras la aprobación de la Ley 17/2014 de 30 de septiembre, por el que se tomaban medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial. Tal y como señala el preámbulo de dicha ley la compleja situación crediticia en la que se encontraban empresas durante la crisis que eran viables desde un punto de vista operativo pero no desde un punto de vista financiero así como el incremento del ratio de mora de empresas no financieras españolas del 0,8 % en diciembre del 2007 al 14,5% en diciembre de 2013 provocó que el legislador aprobase esta ley para aliviar la carga financiera de los deudores y “favorecer [a los acreedores] para que una expectativa incierta de cobro de una cantidad elevada se torne en una certeza razonable de cobro de una cantidad más reducida o sujeta a una mayor espera”. El incremento de dichas refinanciaciones también estuvo presente en las operaciones de LBO. No obstante, en las operaciones de refinanciación y reestructuración de la deuda surge la duda de si la constitución de garantías sobre los activos de la sociedad originariamente adquirida contraviene la prohibición de asistencia financiera prevista en la LSC.

La doctrina europea sobre este tema no ha parado de crecer en los últimos años. En realidad, el volumen de opiniones doctrinales sobre un aspecto jurídico va fuertemente unido a la incertidumbre e inexactitud de la ley con respecto a dicho aspecto. Es por ello, que hasta la introducción del artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales (de aquí en adelante “LME”) los estudios doctrinales abundaban en tres materias: el ámbito de aplicación de la prohibición de asistencia financiera³, la admisibilidad de las operaciones de fusión apalancada y posterior reestructuración de la deuda bajo el supuesto de asistencia financiera⁴ y las consecuencias de la transgresión de la prohibición de asistencia financiera⁵. Los pronunciamientos del Tribunal Supremo han ayudado a esclarecer la admisibilidad de este tipo de operaciones. Por tanto, se puede afirmar que la asistencia financiera es un tema manido tanto por parte de la doctrina como por parte de la jurisprudencia. No obstante, son pocos los autores que han indagado sobre cómo se

³ Véase entre otros AZNAR, “La prohibición general de asistencia financiera del artículo 81.1 LSA en las operaciones apalancadas. A propósito del Auto de la Sección 28ª de la Audiencia Provincial de Madrid de 9 de enero de 2007”. *Revista de Derecho de Sociedades*, 1(28), 2007 pp.371-379; VAQUERIZO ALONSO, *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Civitas Ediciones, Madrid, 2003, p.577.

⁴ Véase entre otros SÁNCHEZ, “Fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento del adquirente”, en *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Vol. I, Thomson-Reuters, Madrid, 2009, pp. 721-766; CARRETERO PIRES, “Prohibición de asistencia financiera: concepto y aplicación a operaciones de adquisición apalancadas”, *Anuario de la Facultad de Derecho, Universidad de Alcalá I*, 2008, pp. 409-433.

⁵ BAYÓN/BENAZERRAF, “Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas”, *Aranzadi civil-mercantil*, nº 3, 2013, pp. 69-104.

podría modificar la ley para crear un marco regulatorio que aportase una mayor seguridad jurídica. Es precisamente en dicho ámbito donde el presente estudio pretende aportar valor.

Por otra parte, la elaboración de la investigación sobre este tema también se debe a la motivación personal de la autora por el mundo de las fusiones y adquisiciones y las finanzas. El hecho de haber realizado unas prácticas en el departamento de Fusiones y Adquisiciones de Baker & Mckenzie en el que en todas las operaciones se planteaba la existencia de asistencia financiera impulsó a la autora delimitar el ámbito de la misma y buscar soluciones legislativas viables.

1.3 Objetivos del trabajo

El objetivo principal de este trabajo de investigación es determinar bajo que supuestos aplica la prohibición de asistencia financiera a las operaciones de LBO y de refinanciación y reestructuración de la deuda. Dicho objetivo se concreta en los siguientes objetivos específicos:

- Determinar los antecedentes y fundamentos de la prohibición de la asistencia financiera así como su regulación actual en derecho español.
- Delimitar el contenido de la prohibición: tanto las razones que fundamentan la prohibición como las conductas prohibidas así como las excepciones a la prohibición.
- Diferenciar entre asistencia financiera originaria y sobrevenida.
- Examinar los requisitos exigidos por la jurisprudencia para apreciar la existencia de asistencia financiera.
- Considerar las operaciones de LBO y de reestructuración y de refinanciación de la deuda bajo el supuesto de asistencia financiera.
- Determinar las consecuencias de la vulneración de la prohibición.
- Exponer conclusiones, críticas y reformas legislativas.

1.4 Estructura

Este trabajo de investigación se divide en una introducción y cuatro partes. La primera parte, **Contextualización temporal y espacial de la prohibición de asistencia financiera** enmarca la evolución de la prohibición de asistencia financiera por sus antecedentes legislativos.

La segunda parte, **Asistencia financiera en las operaciones de LBO** en primer lugar se define el concepto de LBO y *merger* LBO. Posteriormente, se determina el contenido de la prohibición de asistencia financiera así como su finalidad y las excepciones a la misma. En tercer lugar, se examina el ámbito de aplicación de la prohibición en los supuestos de LBO y *merger* LBO. En cuarto lugar, se realiza un análisis del artículo 35 de la LME. Por último, se examina las consecuencias de la violación de la prohibición de asistencia financiera.

La tercera parte, la **Asistencia financiera en las operaciones de refinanciación y reestructuración de la deuda** examina el ámbito de aplicación de la prohibición en los supuestos de refinanciación y reestructuración de la deuda.

La cuarta parte, **Críticas, Propuestas de Reforma y Conclusiones** pretende señalar las deficiencias de la regulación actual y propone reformas legislativas para soslayar dichas deficiencias. Por otra parte, la autora aprovecha este capítulo para exponer su opinión y las conclusiones del trabajo de investigación.

Finalmente, aparece la bibliografía en orden alfabética con las fuentes (clasificadas como primarias o secundarias) utilizadas en el trabajo de investigación así como un Anexo.

1.5 Metodología del trabajo

Este trabajo de investigación se ha desarrollado utilizando diferentes métodos de investigación científicos. El método que goza de mayor importancia en la primera sección del trabajo es el histórico ya que a través de este se ha podido caracterizar la prohibición de asistencia financiera a través de su evolución y desarrollo histórico. En segundo lugar, el método de investigación explicativo goza de especial relevancia en la segunda sección del trabajo de investigación. Por otra parte, el método lógico deductivo ha sido el utilizado para explicar el ámbito de aplicación de la prohibición de asistencia financiera a las operaciones de compra apalancada y de refinanciación y reestructuración de la deuda. En efecto, este trabajo de investigación parte de la prohibición de asistencia financiera recogida en la ley para posteriormente descubrir en qué casos dicho precepto es aplicable. No obstante, dicho método deductivo es complementado por el lógico inductivo cuando

se analiza la jurisprudencia del Tribunal Supremo relativa a la prohibición de asistencia financiera en casos de compra apalancada y reestructuración de la deuda.

Para la elaboración del marco conceptual ha sido necesaria la revisión de la legislación española y comunitaria así como el estudio de los pronunciamientos jurisprudenciales al respecto. Por otra parte, también se ha tenido en cuenta la literatura académica y doctrina previa, incluyendo artículos académicos así como libros de referencia. Toda esta información se ha obtenido a través de las bases de datos *Tirant on Line*, *Aranzadi Westlaw* y *La Ley*. La estrategia seguida para filtrar la información doctrinal ha sido la utilización de operadores booleanos en los buscadores. Por otra parte, para la búsqueda de jurisprudencia se filtraba la información por fecha. Por tanto, este trabajo de investigación se fundamenta principalmente en fuentes primarias. Con respecto a la legislación, la fuente primaria de mayor importancia es la LSC ya que de ella emana la prohibición de asistencia financiera. Con respecto a la jurisprudencia las fuentes más relevantes ha sido la sentencia de Audiencia Provincial de Madrid en el auto de la Sección 28 de 9 de enero de 2007 y el pronunciamiento del Tribunal Supremo de 9 de diciembre de 2012.

2. CONTEXTUALIZACIÓN TEMPORAL Y ESPACIAL DE LA PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA

2.1 Que es la asistencia financiera y su prohibición

El artículo 143 LSC señala que:

1.La sociedad de responsabilidad limitada no podrá aceptar en prenda o en otra forma de garantía sus propias participaciones ni las participaciones creadas ni las acciones emitidas por sociedad del grupo a que pertenezca. 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.

Por tanto, el apartado primero señala la prohibición de garantizar las participaciones propias mientras que el segundo apartado indica la restricción de la compra de las participaciones propias por un tercero cuando dicho tercero ha recibido financiación de la sociedad para comprar dichas participaciones. Por su parte, el artículo 150 LSC reproduce dicha prohibición para el caso de las sociedades anónimas “*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*”.

Pese a la relevancia de esta figura en el ámbito de las fusiones apalancadas no existe normativa que defina el concepto de asistencia financiera. Esta falta de definición legal unida a la escasa jurisprudencia al respecto crea una gran inseguridad jurídica lo que ha despertado el interés de la doctrina por desarrollar el concepto. Aunque no existe unanimidad con respecto al concepto en cuestión, la doctrina coincide en que la asistencia financiera goza siempre de tres elementos: las acciones o participaciones de la sociedad, un tercero, que puede ser la propia sociedad y una financiación⁶. Por tanto, se trata de una operación triangular en la que existen dos negocios jurídicos: la asistencia financiera, entre la sociedad y el tercero asistido, la atribución patrimonial de acciones, entre el tercero y la sociedad⁷. La doctrina mayoritaria además añade que para que se aprecie la existencia de asistencia financiera es necesario un nexo causal entre ambos negocios

⁶ FRAILE ESCRIBANO, “¿Sabemos que es la asistencia financiera?”. *Notaría Abierta*, 2016 (disponible en <http://www.notariabierta.es/sabemos-la-asistencia-financiera/> ; último acceso 05/02/2017)

⁷ Véase CARRETERO PIRES, *cit.*, p.411.

jurídicos⁸. Precisamente, será este nexo causal el que no se verá difuminado en operaciones de refinanciación o reestructuración de la deuda en las que se ofrece como garantía activos de la sociedad originariamente adquirida mediante una compra apalancada⁹.

a) Antecedentes y fundamentos de la prohibición de asistencia financiera. De *Trevor v Whitworth* a la Directiva 2012/30/UE

El origen de la prohibición de la asistencia financiera se encuentra en el *Common Law* británico. Más concretamente, el caso *Trevor v Whitworth* de 1887, en el que el *House of Lords* vedó la posibilidad de la compra de autocartera por implicar esta una devolución del capital aportado a los socios. La *ratio* que utilizó el *House of Lords* para fundamentar dicha prohibición fue la doctrina *ultra vires* que establecía que cualquier negocio jurídico fuera de la actividad normal de la empresa debía considerarse inválida. Como la compra de las propias acciones no formaba parte de la escritura de constitución de la sociedad (*memorandum of association* en su denominación anglosajona) fue necesario deshacer la transacción. La finalidad de dicha prohibición era impedir el debilitamiento del patrimonio social causado por la compra de las acciones propias. Por tanto, con dicha prohibición se evitaba la provisión de financiación directa o indirecta para la adquisición de las acciones propias mediante préstamo, garantías, o con el intento de frenar el *asset stripping*¹⁰.

Tras la Primera Guerra Mundial, en una época de pleno desarrollo industrial, el número de operaciones de compra apalancada incrementó de manera sustancial lo que desembocó en un recalentamiento de la economía y en los esfuerzos del legislador por controlar dicha situación¹¹. Dichos esfuerzos tuvieron como resultado la aparición de un trabajo pre-legislativo, el *Green Committee* de 1927, y una ley, el *Companies Act* de 1929. El párrafo 30 del *Green Committee* indicaba que si bien las operaciones de compra

⁸GONZÁLEZ-MOREJÓN, “La asistencia financiera en operaciones de refinanciación y reestructuración de deuda”. *Diario La Ley* (8509), 2015 p.15; entre otros, vid, VARGAS VASSEROT, “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*, Getafe: Universidad Carlos III de Madrid, 2015, p. 968.

⁹ En este sentido GONZÁLEZ-MOREJÓN, *cit.*, p.16.

¹⁰ *Asset Stripping* puede ser definido como el proceso a través del cual se compra una compañía que esta infravalorada con el objetivo de revender sus activos para obtener un beneficio.

¹¹ GIMENO RIBES, “La fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente (Análisis del art. 35 LME)”. Director EMIB IRUJO, Tesis Doctoral, Departamento Mercantil Manuel Broseta Pont, Universidad de Valencia, 2015. p.67.

apalancada no violaban estrictamente la prohibición de asistencia financiera bajo el argumento de fraude de ley recogido en el caso *Trevor v Whitworth* si ofendían el espíritu de la ley¹². Esta disposición fue transpuesta al apartado 45 del *Companies Act* de 1929. No obstante, dicha norma no estaba dirigida directamente a reprimir las operaciones de LBO porque en dicha época ese término todavía no estaba acuñado¹³. La aplicación de dicho precepto resultó en dudas interpretativas por parte de los tribunales anglosajones. En efecto, en el caso *Re V. G. M. Holdings Ltd sw 1942* se planteaba la duda de si la prohibición de asistencia financiera solo aplicaba a la compra de acciones o también a las posteriores ampliaciones de capital. La compra de acciones financiada por la sociedad que amplía capital supondría una dilución del capital de los accionistas minoritarios ya que verían minorada su participación social. Por ello, el párrafo 170 del *Cohen Committee*¹⁴ reforzaba la prohibición de la asistencia financiera ampliándola a los casos de ampliación de capital. Este reforzamiento de la prohibición de asistencia financiera no se encuentra presente en la vigente regulación española.

En 1948 se publica una nueva regulación sobre la prohibición de asistencia financiera, el *Companies Act* de 1948. Dicha regulación, en su sección 54 prohíbe que las filiales financien la adquisición de acciones de la sociedad matriz. El objetivo de dicho precepto era evitar que mediante sociedades interpuestas se esquivase la prohibición de asistencia financiera. La influencia de ese precepto ha llegado hasta la normativa vigente ya que la LSC también introduce referencias a la prohibición de asistencia financiera por empresas del grupo para el caso de las sociedades limitadas.

¹² Company Law Amendment Committee (Cmnd. 2657 (1926)). 19 & 20 Geo. 5 c. 23. Párrafo 30 “ *Such an arrangement appears to us to offend against the spirit if not the letter of the law which prohibits a company from trafficking in its own shares and the practice is open to the gravest abuses* ”.

¹³ FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, *cit.*, p. 577-642.

¹⁴ Informe del Committee on Company Law Amendment (Cmnd. 6659 (1945)). Párrafo 170: “ *Section 45 prohibits a company from providing financial assistance for the purchase of its shares, with an exception in favour of employees. We think that the section should be extended so as to prohibit a company from providing money to assist a subscription of its own shares or of those of its holding company and so as to prohibit a company from buying, or from providing financial assistance for the purchase of, the shares of its holding company. Where a subsidiary company already holds shares in its parent, before the amendment which we recommend becomes law, or where a company becomes a subsidiary of another company in which it is already a shareholder, it would be impracticable to rescind the purchases of shares which have already been completed. As regards these cases, we have already suggested under the heading of accounts' that where any of the share or loan capital of a holding company is held by one or more of its subsidiary companies, the extent of the aggregate holdings should be required to be disclosed in the balance sheet of the holding company. We suggest further that the shares held by the subsidiary companies should have no voting rights; there should be an exception for a company holding shares in its holding company as trustee for or on behalf of other persons, not being the holding company or subsidiary companies of the holding company* ”.

El fuerte desarrollo del mercado de valores durante los años 60 dio lugar al “boom” de los LBO¹⁵. La compra en 1962 de Orkin Exterminating Company por parte Cullman fue una de las operaciones más significativas de la década. Durante esta época quedó reflejado que las compras apalancadas de sociedades podían tener efectos beneficiosos sobre las economías nacionales y que la imposición de una sanción pecuniaria a dichas transacciones provocaba que las pequeñas operaciones no se realizasen por el excesivo coste que suponía dicha sanción y que las grandes se llevasen a cabo de todas maneras, resultando en que la prohibición de asistencia financiera fuese totalmente inoperativa. Como consecuencia, un nuevo trabajo pre-legislativo, el informe del *Jenkins Committee*¹⁶, permitía la asistencia financiera bajo dos condiciones. La primera condición es que era necesario la constatación por parte del órgano de administración que era factible hacer frente al pago de la deuda y que ninguno de los acreedores se vería afectado por la operación de endeudamiento. La segunda condición era la aprobación de la operación por Junta General con un 75% de los votos. Esta condición tenía una consideración más jurídica al tener en cuenta los intereses de los accionistas minoritarios. Dichas condiciones todavía tienen su repercusión en los requisitos exigidos por la legislación española en el artículo 35 LME para las operaciones de *Forward Merger* LBO.

Posteriormente, resultó necesario modificar el *Companies Act* de 1948 para evitar situaciones como la del caso *Belmont Finance Corporation v Williams Furniture*¹⁷. En dicho caso se apreció asistencia financiera debido a que *Williams Furniture* vendió la compañía *Belmont Finance* a un tercero y este a su vez vendió otra sociedad por un precio superior al mercado a *Belmont*. Por tanto, el sobreprecio que soportaba el tercero en la compraventa de *Belmont* finalmente era repercutido a la sociedad objetivo que pagaba un sobreprecio por la sociedad que previamente había adquirido. Lo que fue fuertemente criticado del fallo de dicho caso es que en realidad no se podía apreciar una verdadera intención de realizar dicha operación con el objetivo de obtener asistencia financiera, requisito que está presente en las secciones 45 y 54 de la regulación de 1929 y 1948 respectivamente. Con el objetivo de evitar la aplicación extensiva de dicho precepto

¹⁵ DEMARIA/ESPUNY, *Private Equity: Introducción a la financiación privada de las empresas (capital riesgo, capital expansión, LBO y turnaround)* Profit Editorial, 2016. p.127.

¹⁶ Report of the Company Law Committee (Cmnd. 1749 (1961/1962)). Párrafo 170 y ss.

¹⁷ *Belmont Finance Corporation v Williams Furniture* (No 2) [1980] ALL ER 393.

a situaciones en las que no existía una finalidad directa de proporcionar asistencia financiera por parte de la sociedad, el *Companies Act* de 1981 y el *Companies Act* de 1985 introdujeron dos nuevos requisitos. El primero, recogido en la sección 42 del *Companies Act* de 1981 indicaba que en el caso en que existiese otra motivación en la transacción aparte de la de asistencia financiera (“*larger purpose*”) la prohibición no aplicaba. Por su parte, la sección 153 del *Companies Act* de 1985 añadía que si la transacción se había realizado con buena fe (“*good faith*”) la prohibición quedaba sin efecto.

Entre el *Jenkins Committee* y la aprobación del *Companies Act* de 1981 y 1985 se realizaron los trabajos prelegislativos necesarios para la aprobación de la Directiva 77/91/CEE, también conocida como Segunda Directiva. Esta Directiva tenía como objetivo “*asegurar una equivalencia mínima en la protección de los accionistas y acreedores*” de las sociedades anónimas. La regulación inglesa tuvo una gran influencia a la hora de determinar el articulado de la Directiva en materia de asistencia financiera. En efecto, Reino Unido planteó la posibilidad de introducir un artículo 18 en la Directiva que hiciese referencia a la asistencia financiera y que contuviese tres apartados. El primero, haría referencia a la configuración de la asistencia financiera y no sería más que una combinación de la sección 54 del *Companies Act* de 1948 y las propuestas a las que hacía referencia el *Jenkins Committee*. El segundo, que se referiría a los casos en los que se permitiría la asistencia financiera era una reproducción de la legislación británica ya que recogía las mismas excepciones en las que se permitía la asistencia financiera, esto es; la compra de acciones de entidades de crédito y la financiación a trabajadores para la compra de acciones. El tercer apartado, en el que se definía el concepto de asistencia financiera era prácticamente idéntico a la sección 54 del *Companies Act* de 1948. Aunque dicha propuesta no tuvo éxito, el Consejo si tuvo en cuenta las consideraciones aportadas por Reino Unido al redactar el artículo 23 de la Directiva en el que se regulaba la asistencia financiera. Dicho artículo constaba de tres apartados. El primero señalaba con una dicción muy similar al del artículo 54 del *Companies Act* de 1948 que “*Una sociedad no podrá adelantar fondos, ni conceder préstamos, ni dar garantías para la adquisición de sus acciones por un tercero*”. Además se hacía referencia a los negocios de financiación prohibidos bajo el supuesto de asistencia financiera constituyendo dicho apartado un verdadero *numerus clausus*. El apartado segundo, señalaba las excepciones a la prohibición de asistencia financiera que eran las mismas que las que recogió Reino

Unido en su propuesta. Por último, dicho apartado terminaba con el requisito de que la asistencia financiera no redujese el activo neto por debajo del importe del capital suscrito. El tercer apartado, excluía la aplicación del precepto a “*las acciones enteramente liberadas emitidas por una sociedad de inversiones de capital fijo*”. Por tanto, se puede decir que la Segunda Directiva reduce el ámbito de aplicación de la prohibición de asistencia financiera al establecer un *numerus clausus* de tipos prohibidos de financiación. No obstante, dicha normativa no despejaba la duda sobre la validez de los LBO.

Durante la década de los 90, en Italia se sucedieron decisiones judiciales relativas a la compra apalancada de sociedades que configurarían la legislación de ese país e influirían en la regulación española. El caso *Manifattura di Courgene* se trata de una verdadera operación de LBO en la que existe un tercero financiador. En este contexto, se producía un flujo de financiación a través del cual la sociedad vehículo transmitía fondos que había obtenido mediante financiación bancaria a la sociedad objetivo que a su vez esta utilizaba para devolver el préstamo que había obtenido con la misma entidad bancaria. Todo ello se realizaba a través de sociedades interpuestas pertenecientes a la sociedad objetivo. La finalidad de esta estrategia era trasladar el coste de financiación de la deuda a la sociedad objetivo lo que en última instancia supone una vulneración de la prohibición de la asistencia financiera. El segundo caso, estudia la adquisición de la sociedad Trenno S.p.a por parte de San Siro S.p.A. Se trata este de un supuesto de *reversed merger* LBO en el que tras una adquisición apalancada se produce la absorción de la sociedad vehículo por parte de la sociedad objetivo de tal modo que el coste de la financiación al final lo acaba soportando la sociedad objetivo. En este caso, el tribunal rechazó la existencia de asistencia financiera ya que el único propósito de la operación no era la de obtener asistencia financiera sino que existían razones empresariales para realizarla por lo que no existía fraude de ley. Pese a que en ninguno de los tres casos se apreció la existencia de asistencia financiera prohibida por la ley la doctrina italiana se encontraba dividida en dos sectores: los que como Montalenti¹⁸ opinaban que los *merger* LBO constituían operaciones en fraude de ley; los que consideraban como Picone¹⁹ o

¹⁸ MONTALENTI, *Il Leveraged Buyout*, Milano, Giuffrè, 1991, p. 18.

¹⁹ PICONE, *Orientamenti giurisprudenziali, e profili operativi del leveraged buy out*, en “Quaderni di Giur. Comm.” 232, Milano, 2001. p. 5.

Morano²⁰ que la letra de la ley impedía la subsunción de dichos casos bajo la prohibición de asistencia financiera. Las fuertes disputas doctrinales que provocaron dichas decisiones judiciales fueron decisivas para la configuración legal de la prohibición de asistencia financiera vigente en Italia.

Durante la década de los 90, se criticó el sistema proteccionista de capital social diseñado por la Directiva 77/91/CEE por ser este ineficiente al no considerar la situación financiera de cada empresa. Por ello, en el entorno europeo, se desarrollaron nuevas iniciativas de modernización del derecho societario como el informe Winter y las propuestas SLIM. Las propuestas SLIM se concretan en tres momentos: propuesta SLIM de 2000, Propuesta SLIM plus de 2002 en el marco del informe Winter y Propuesta de 2004 de la Comisión de nueva Directiva reformando la Segunda.

Todas esas propuestas que criticaban el excesivo proteccionismo del que gozaba el capital social bajo la Segunda Directiva desembocaron en la Directiva 2006/68/UE. Uno de los principales objetivos de la reforma de la Segunda Directiva era que la regulación comunitaria societaria en materia de asistencia financiera no imposibilitase las operaciones de LBO²¹. En efecto, la Directiva permitía que los estados miembros transpusiesen a su ordenamiento jurídico interno modificaciones legislativas que flexibilizasen la prohibición de asistencia financiera. Actualmente, el precepto de prohibición de asistencia financiera se encuentra en el artículo 25 de la Directiva 2012/30/UE tras la refundición del texto anterior en esta nueva Directiva. Dicho artículo contiene desde su segundo apartado hasta el séptimo las condiciones bajo las cuales la asistencia financiera es considerada admisible en la regulación interna de los estados miembros. Las dos primeras condiciones recogidas en los apartados segundo y tercero del artículo 25 de la mencionada directiva hacen referencia a las obligaciones de los miembros de los órganos de administración como gestores de riesgo. En concreto el apartado segundo señala que *“El órgano de administración o de dirección deberá presentar las transacciones, para su aprobación previa, a la junta general que actuará de conformidad con las normas de quórum y de mayoría establecidas en el artículo 44”*. Por su parte, el apartado tercero indica que *“el órgano de administración o de dirección*

²⁰ MORANO, “Liceità o illiceità del *leveraged buy-out*?” *Le Società*, núm. 6, 2000, pp. 885-893.

²¹ LEDESMA, “Propuesta de modificación de la 2ª Directiva de sociedades relativa a la constitución de la Sociedad Anónima y al mantenimiento y modificación de su capital” en RdS nº 24, 2005, pp. 511.

deberá presentar las transacciones, para su aprobación previa, a la junta general que actuará de conformidad con las normas de quórum y de mayoría establecidas en el artículo 40". Una parte de la doctrina considera que el hecho de que el legislador atribuya la responsabilidad a los administradores de la sociedad por posibles incumplimientos de las condiciones de asistencia financiera tiene como finalidad evitar abusos de los mismos a la vez que controlar cualquier posibilidad de insolvencia por parte de la sociedad²². Otro sector doctrinal, señala que el requisito del informe de los administradores cumpliría la función de promover una mayor transparencia para que la Junta General tomase una decisión informada²³.

La tercera condición hace referencia al test de solvencia y liquidez esto es que *“La asistencia financiera total concedida a terceros no podrá en ningún momento tener por efecto la reducción del activo neto por debajo del importe especificado en el artículo 17, apartados 1 y 2, teniendo en cuenta también cualquier reducción del activo neto que haya podido producir la adquisición, por la sociedad o en nombre de ella, de acciones propias, con arreglo al artículo 21, apartado 1. La sociedad incluirá en el pasivo del balance una reserva, que no podrá ser distribuida, equivalente al importe de la asistencia financiera total”*. Esta condición tiene como precursor el informe del *Jenkins Committee* y tiene como objetivo salvaguardar el patrimonio neto ante impagos de la deuda por parte del tercero. Es de especial relevancia esta condición en los casos en los que existe un alto grado de apalancamiento, como en las operaciones de LBO ya que las probabilidades de impago son mucho mayores.

La cuarta condición está recogida en el apartado quinto de dicho artículo y señala que *“Cuando un tercero adquiera acciones propias de una sociedad en el sentido del artículo 21, apartado 1, o suscriba acciones emitidas en el curso de una ampliación del capital suscrito mediante la asistencia financiera de dicha sociedad, la adquisición o suscripción deberá hacerse a un precio justo”*. Esta condición se introduce como requisito para que la primera condición se cumpla de manera efectiva. En efecto, si es la propia sociedad la que enajena las acciones es mucho más sencillo que la transacción no

²² SANTELLA/TURRINE, 2008 “Capital Maintenance in the EU: Is the Second Company Law Directive Really That Restrictive?” *EBOR*, núm. 9, 2008, pp. 427-461.

²³ BROSIUS, “Die finanzielle Unterstützung des Erwerbs eigener Aktien. § 71a AktG im Gesamtgefüge des Kapitalerhaltsrechts”, Köln, Carl Heymann 2011.p. 275. [citado por GIMENO RIBES, “La fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente (Análisis del art. 35 LME)”. Director EMIB IRUJO, Tesis Doctoral, Departamento Mercantil Manuel Broseta Pont, Universidad de Valencia 2015]

se realice “*en condiciones de mercado*”. Por ello, este apartado requiere que incluso cuando se produce una venta de autocartera el precio de dicha operación sea justo. Por último los apartados sexto y séptimo hacen referencia a las tradicionales excepciones a la prohibición de asistencia financiera.

b) Resumen de la regulación sobre asistencia financiera

La regulación con respecto a la prohibición de la asistencia financiera no ha hecho más que cambiar a lo largo del tiempo. El motivo es que “*el Derecho recibe la idea del tiempo del mundo extrajurídico, acoplándola a sus exigencias y tomando en consideración notas peculiares*”²⁴. En primer lugar, la difícil condición económica que atravesaba Inglaterra entre los años 60 y 80 provocó que la regulación estipulase un régimen más estricto con respecto a la prohibición de asistencia financiera. Su principal objetivo era impedir la realización de transacciones de LBO ya que eran consideradas nocivas para la economía. Posteriormente, la influencia de dicha normativa se dejó notar a nivel supranacional con la aparición de la Comunidad Económica Europea. Asimismo, debido a las dudas interpretativas que la aplicación de la ley provocaba surgieron criterios hermenéuticos que flexibilizaban la aplicación de dicha prohibición para adaptarla a la realidad. Por último, esa flexibilización que ya se había producido a nivel jurisprudencial se materializa a nivel legislativo con la aprobación de la Directiva 2012/30/UE.

c) Regulación española

En la regulación española la prohibición de asistencia financiera se encontraba regulada en el artículo 81.2 del Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la LSA para las sociedades anónimas y en el artículo 40.5 LRSL (Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada) para las sociedades limitadas. El contenido de dichos preceptos ha sido reproducido de manera muy similar en los artículos 233-31 del Anteproyecto de Código Mercantil de 2014. Posteriormente, con la transposición de la Directiva 77/91/CEE por la Ley 19/1989, de 25 de julio (RCL 1989,1660) de Reforma Parcial y Adaptación de la Legislación Mercantil a las Directivas de la Comunidad Económica Europea dichos preceptos quedaron recogidos en los artículo 150 LSC para las sociedades anónimas y en el artículo 143.2 LSC para las sociedades limitadas.

²⁴ AMIGO, “Instituciones de Derecho Civil. I Parte General”, Revista de Derecho Privado. 1979, p.883.

No obstante, dichos artículos no despejaban la duda de si las operaciones de LBO contrariaban la prohibición de asistencia financiera. Ello unido a las reformas operadas en Europa por la Directiva 2006/68/CEE en materia de asistencia financiera, condujeron al legislador español a incluir en la LME determinados requisitos en su artículo 35 que se debían cumplir para los casos de *“fusiones posteriores a una adquisición con endeudamiento de la adquirente”*.

3. LA ASISTENCIA FINANCIERA Y LAS OPERACIONES DE LBO

3.1 Las operaciones de LBO

Una operación de LBO consiste en una adquisición de una sociedad, denominada target u objetivo, siendo financiada dicha adquisición con deuda. La nota característica de estas operaciones es que el repago de la deuda se garantiza con los activos de la empresa adquirida y la capacidad para devolver dicha deuda depende en gran medida de la estabilidad de los flujos de caja de la sociedad adquirida. Pese a que el origen de dichas operaciones se remonta a siglos atrás²⁵, la profesionalización del *private equity* moderno no se produce hasta la creación de la *American Research and American Corporation* en 1946 por Georges Doriot. No obstante, hubo que esperar hasta los años 60, época en la utilización de sociedades *holding* como vehículo para financiar la adquisición de acciones se popularizó, para que el inversor Victor Posner acuñase el término LBO²⁶.

Las entidades de capital privado son las que se encargan de llevar a cabo este tipo de operaciones y son definidas por Ley 25/2005, en el apartado primero de su artículo segundo como “*entidades financieras cuyo objeto principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de Bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)*”. El principal objetivo de dichas entidades es ayudar a obtener financiación a empresas no cotizadas que no son capaces de conseguir financiación bancaria. Precisamente, la dificultad de acceso al crédito por parte de las pequeñas y medianas empresas se ha agudizado desde la exigencia de niveles más elevados de capital a los bancos con la aprobación de Basilea III. La actividad de los fondos de capital riesgo se basa en dos sectores diferenciados: el venture capital que a su vez se subdivide en capital semilla, capital desarrollo y capital riesgo y los buyouts. No obstante, tal es la relevancia de las operaciones de LBO para las sociedades de capital

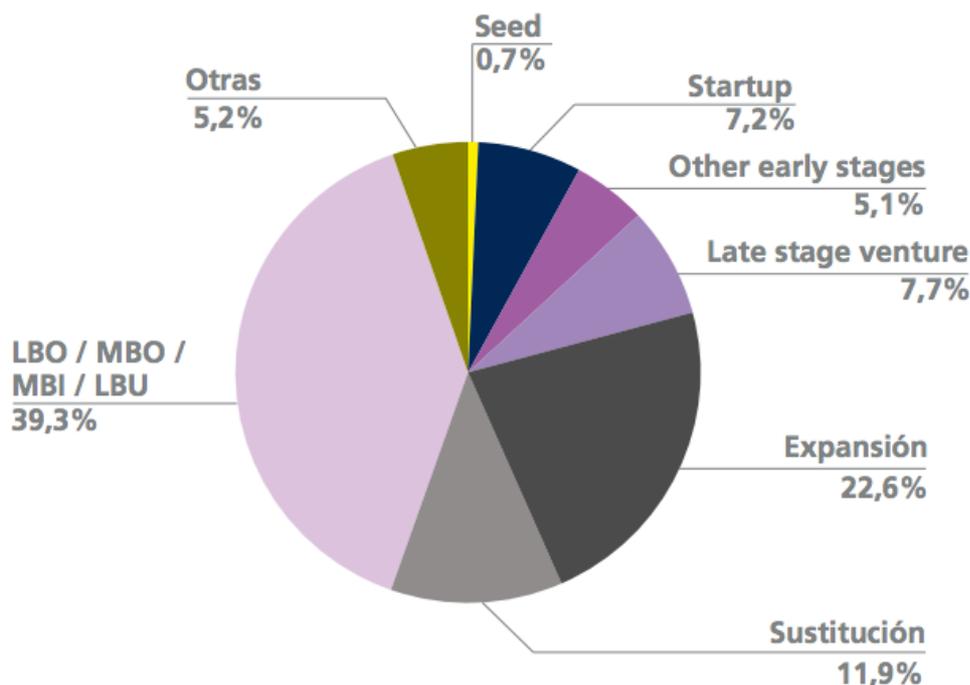
²⁵Una de las primeras operaciones de LBO fue la adquisición de Carnegie Steel Company por J. Pierpont Morgan en 1901.

²⁶ TREHAN, 2006. *The History Of Leveraged Buyouts*. (Disponible en <http://www.4hoteliers.com/features/article/1757> December 4, 2006. Último acceso 04/02/2017)

riesgo (en 2015 dichas operaciones supusieron el 39% del volumen total invertido)²⁷ que algunos autores limitan el concepto de capital riesgo a las compras apalancadas. En efecto, en Estados Unidos ambos términos son utilizados como sinónimos²⁸.

Gráfico 1: Inversión en Capital Privado en 2015

Inversión de Capital Privado por fase de desarrollo en 2015



Fuente: Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI), 2016.

Las entidades de capital riesgo son las encargadas de estructurar la operación de adquisición de la sociedad objetivo del siguiente modo. En primer lugar, determinan la estructura financiera que se va a utilizar para la adquisición en cuestión. Normalmente, las operaciones de LBO están financiadas con un 30% capital y 70% deuda. El capital es normalmente aportado por el propio fondo y por otra parte inversores institucionales (bancos, inversores privados y *hedge funds* entre otros). Mientras que los gestores de la entidad de capital riesgo responden ilimitadamente del capital aportado los inversores institucionales únicamente responden hasta su aportación. No obstante, la participación en la gestión de la empresa resultante de la operación supone una salvaguardia a la

²⁷ MANZANO, “La evolución de las operaciones de leveraged buy out y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera”, *Revista de Estabilidad Financiera*, 2007, pp.35-52.

²⁸ DEMARIA/ESPUNY, *cit.*, p.85-90.

responsabilidad ilimitada que los gestores del fondo deben soportar y supone una motivación adicional para realizar dicha tarea de manera eficiente. Por otra parte, el fondo de capital riesgo actúa como patrocinador de la deuda de la operación colocándola a través de instrumentos de deuda a bancos a inversores institucionales y estos normalmente la transmiten a inversores individuales una vez la han empaquetado en CDOs. Una vez se ha definido la estructura financiera de la operación la misma es ejecutada. Existen dos motivos que hacen que dichas operaciones sean beneficiosas para los fondos de capital privado. En primer lugar, el coste de la deuda de la operación es menor que la rentabilidad obtenida por la adquisición de la sociedad. En segundo lugar, los beneficios que obtenidos tras una posible reventa de la empresa adquirida o una salida a bolsa de la misma hacen a estas realmente atractivas. Los LBO de PepeJeans y Geriatros en el año 2015 demuestran la creciente importancia de estas operaciones en el mercado nacional.

3.2 Las operaciones de merger LBO

Un derivado de la operación de compra apalancada es el *merger* LBO. La primera parte de la operación es idéntica al del LBO que ya se ha examinado: existe una adquisición de una sociedad, por parte de otra y la mayor parte de dicha adquisición se financia con deuda. El rasgo diferenciador de esta operación es que tras la adquisición de la que se había llamado sociedad objetivo, se produce una fusión de ambas sociedades. Tal y como señala la LME en su artículo 22.1 de los efectos de la fusión es la transmisión en bloque de los patrimonios de las sociedades intervinientes en dicha operación. Por tanto, la deuda que contrajo la sociedad adquirente con el objetivo de perfeccionar el negocio jurídico de adquisición de la sociedad objetivo acabará siendo asumida por la sociedad resultante de la fusión al producirse una verdadera confusión de patrimonio entre ambas. Fue, precisamente, este hecho el que alertó al legislador de la posible incursión de estas operaciones en la prohibición de asistencia financiera provocando la introducción del artículo 35 en la LME.

En el caso en el que la fusión de lugar a la creación de una nueva sociedad, con la consiguiente desaparición de la personalidad jurídica de las sociedades intervinientes, la operación recibiría la denominación de *merger* LBO. No obstante, es posible que la fusión se produzca mediante la adquisición de la sociedad objetivo, en cuyo caso estaríamos ante un *forward merger* LBO, o la adquisición de la sociedad vehículo en

cuyo caso estaríamos ante un *reversed merger* LBO²⁹. Estas son las que más debate han levantado en la doctrina y jurisprudencia con respecto a la prohibición de asistencia financiera por lo que conviene que su estructura se estudie en detalle³⁰:

- En una operación de *forward merger* LBO participan tres entidades: la sociedad vehículo, la entidad bancaria y la sociedad objetivo. En primer lugar, se crea una sociedad vehículo (*newco* en su denominación anglosajona) cuyo cien por cien de accionariado son los individuos que desean adquirir la sociedad objetivo. La segunda entidad que participa en esta operación es una entidad bancaria que concede los fondos necesarios a la sociedad vehículo para adquirir las acciones de la sociedad objetivo. No obstante, al igual que en la tradicional operación de LBO el banco exigirá a la *newco* como garantía las acciones de la sociedad objetivo que acaba de adquirir. Por último, la tercera entidad interviniente, la sociedad objetivo será absorbida por la *newco* desapareciendo la personalidad jurídica de la primera.
- Una operación de *reverse merger* LBO sigue exactamente la misma estructura que la anterior. No obstante, en este caso la sociedad objetivo absorberá a la sociedad vehículo desapareciendo la personalidad jurídica de esta última.

Según parte de la doctrina³¹, la motivación para realizar estas operaciones son de legalidad y de oportunidad económica. En el caso de los *reverse merger* LBO y *forward merger* LBO la personalidad jurídica de la sociedad objetivo y vehículo respectivamente se conservaría por lo que la deuda no sería asumida por la sociedad objetivo desde un punto legal y por tanto no se incurriría en una violación de la asistencia financiera. No obstante, desde un punto de vista económico al producirse una confusión de los patrimonios ambas serían las que asumirían el coste de la deuda. A pesar de ello, este argumento debe de ser rechazado y se debe poner el acento en las razones de estrategia empresarial que guían la realización de estas operaciones. En efecto, estas fusiones ya sean de creación de una nueva sociedad o fusión por adquisición se realizan con la

²⁹ ERLAIZ COTELO “Las operaciones de Leveraged Buy Out”, en ÁLVAREZ ARJONA, (Dir.)/ ERLAIZ COTELO, (Coord.), Capital Riesgo (*private equity*): aspectos regulatorios, mercantiles, financieros, fiscales y laborales, Cizur Menor, Aranzadi, 2006. pp. 542-545 [citado por GIMENO RIBES, “La fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente (Análisis del art. 35 LME)”. Director EMIB IRUJO, Tesis Doctoral, Departamento Mercantil Manuel Broseta Pont, Universidad de Valencia 2015. p. 32.]

³⁰ Véase Anexo “Estructura de los *merger* LBO”

³¹ GIMENO RIBES, *cit.*, p.32.

intención de colocar a la sociedad en una mejor posición en el mercado ya sea en términos de ventas, beneficios, productos o geografías.

3.3 La asistencia financiera

3.3.1 Contenido de la prohibición

3.3.1.1 Motivos que fundamentan la prohibición

El principal objetivo de la prohibición de la asistencia financiera es proteger la integridad del capital social. Esto es, que la adquisición de una sociedad por un tercero no se financie ni se garantice con sus propios activos ya que esto supondría un debilitamiento del patrimonio neto que dificultaría a la sociedad alcanzar su objetivo social así como atender sus obligaciones frente a los acreedores. Por tanto, los motivos que fundamentan la prohibición son dos:

a) Protección de los intereses de los accionistas minoritarios

En el caso de que los accionistas mayoritarios decidiesen financiar la compra de la mayor parte de las acciones de la sociedad con sus propios activos la posición de los accionistas minoritarios se vería muy debilitada ya que la peor situación financiera en la que se encontraría la sociedad afectaría a su política de reparto de dividendos, a la valoración de la empresa y por ende a la rentabilidad que obtendrían dichos accionistas minoritarios por su inversión. A esto hay que añadir que los administradores podrían utilizar dichas transacciones como vehículo para utilizar el patrimonio de la sociedad en su favor y de este modo aumentar el poder y control de la sociedad³². En efecto, una práctica frecuente que ha sido de manera reiterada sancionada por los tribunales es la aprobación de prestación de asistencia financiera por parte de los accionistas mayoritarios a conocidos para que estos lograsen la condición de socio y se alineasen con sus intereses políticos³³. En el caso más extremo, dicho apalancamiento podría conducir a la quiebra y posterior disolución de la sociedad. Por tanto, una de las finalidades de la prohibición de asistencia financiera es promover que la sociedad alcance su fin social de tal manera que los intereses de los accionistas sean satisfechos.

³² CARRETERO PIRES, *cit.*, p. 412.

³³ GONZÁLEZ-MOREJÓN, *cit.*, p.15.

b) Protección de los intereses de los acreedores

El bien jurídico protegido para ambos motivos es el mismo: la integridad del capital social. No obstante, los sujetos beneficiarios de dicha protección son distintos. Mientras en el primer motivo se analiza la protección a sujetos internos a la sociedad, este segundo motivo analiza la protección a los acreedores que son sujetos externos a la sociedad. El debilitamiento del capital social que supone financiar la compra de las propias acciones dejaría sin línea de defensa a los acreedores ya que dicho capital es ficticio en el sentido en que es el mismo que ha proporcionado la sociedad objetivo.

Estas dos razones son perfectamente resumidas por Sentencia de la Audiencia Provincial de Córdoba de 23 de diciembre de 2009 (que es confirmada por la Sentencia del Tribunal Supremo de 9 de diciembre de 2012) y señala que *“la finalidad del precepto [se refiere al derogado art. 40.5 LSRL, pero es aplicable a los arts. 150 y 143.2 LCS vigentes] es doble, por cuanto pretende defender la integridad del capital social y la protección de las minorías de socios, evitando desviaciones de poder por parte del órgano de administración”* y añade que *“ninguno de tales objetivos [es] de interés público”*. El hecho que ninguno de los dos objetivos principales de la prohibición de asistencia financiera sean de interés público tiene sus consecuencias a la hora de la determinación de la nulidad del negocio jurídico en caso de violación del precepto como se examinará más adelante.

3.3.1.2 Conductas subsumibles bajo los artículos 143 y 150 LSC

Es preciso analizar qué tipo de conductas son reconducibles a la prohibición de asistencia financiera recogidas en el artículo 143 y 150 LSC. El estudio se va a centrar en las conductas prohibidas para las sociedades anónimas y posteriormente se identificarán las diferencias con la sociedad limitada. El artículo 150 LSC señala que *“la sociedad anónima no podrá*

- a) Anticipar fondos [...] para la adquisición de sus acciones o de participaciones o acciones de su sociedad dominante por un tercero*

No existe definición legal de lo que se considera anticipo de fondos en el ámbito mercantil. En efecto, la introducción de este concepto en el contenido de la prohibición de asistencia financiera no es más que una traducción de la dicción de la Segunda Directiva, la cual tampoco definía dicho concepto. Con el fin de reducir la inseguridad

jurídica que crea dicha laguna legislativa la doctrina ha tratado de llegar a una definición consensuada del concepto. Una parte de la doctrina entiende que el anticipo de fondos implica necesariamente una relación contractual³⁴. No obstante, otro sector considera que anticipar se refiere a adelantar el pago de la deuda³⁵. Si aplicamos esa concepción de adelantamiento de fondos a una operación de LBO esto supondría que la sociedad objetivo pagaría las deudas de la sociedad adquirente para proporcionarle la suficiente liquidez para realizar dicha adquisición. El pago de las deudas no vencidas por la sociedad objetivo a la adquirente supondría un empeoramiento tanto de la posición de los accionistas como de los acreedores. Además perjudicaría el alcanzar el fin social al encontrarse dicha operación fuera del “*tráfico mercantil habitual*”³⁶. Bayona Giménez³⁷ disiente de las dos posturas anteriores y señala que anticipar fondos es equivalente a la transmisión por parte de la sociedad objetivo de cualquier cantidad pecuniaria o de cualquier activo a la sociedad adquirente sin necesidad de ligazón contractual. Por tanto, la doctrina tampoco ha sido capaz de llegar a un consenso con respecto al concepto en cuestión. Con el objetivo de lograr una mayor seguridad jurídica sería conveniente que el legislador español introdujese una definición de dicho concepto o bien que eliminase dicha referencia en el contenido del artículo 150 LSC debido su escasa aplicación ya que la mayoría de los supuestos de hecho se subsumen bajo el resto de los apartados de dicho artículo.

b) *Conceder préstamos[...]para la adquisición de sus acciones o de participaciones o acciones de su sociedad dominante por un tercero*

La concesión de préstamos está definida en el artículo 1740 CC que señala que “*Por el contrato de préstamo, una de las partes entrega a la otra, o alguna cosa no fungible para que use de ella por cierto [...] con condición de devolver otro tanto de la misma especie y calidad, en cuyo caso conserva simplemente el nombre de préstamo*”³⁸.

³⁴ BAYONA GIMÉNEZ cita a DÍEZ-PICAZO y GULLÓN, *Sistema de Derecho Civil*, Tecnos, 2016 cit., p. 453 y ss. y a JIMÉNEZ DE PARGA, “El préstamo con garantía de título representativo de mercancías depositadas”, *Revista de Derecho Mercantil*, N° 116, 1970, pp. 233-261.

³⁵ PAZ-ARES, “Negocios jurídicos sobre las propias acciones” en *La reforma del derecho español de derecho de sociedades de capital*, AA.VV., Madrid, 1987, p. 601.

³⁶ BAYÓN/ BENAZERRAF. cit., p.13.

³⁷ BAYONA GIMÉNEZ., *La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Monografía de la Revista de Derecho de Sociedades, No 19, 2002, p.284.

³⁸ DE ÁNGEL YAGUEZ indaga sobre el concepto de préstamo en “Comentario al art. 1740”, en PAZ-ARES (dir.), *Comentario al Código Civil*, Ministerio de Justicia-Centro de Publicaciones, Madrid, 1991, pp. 1600-1603.

Por tanto, el objeto del préstamo puede ser tanto cosas fungibles como una cantidad pecuniaria entregada por la sociedad objetivo a la sociedad adquirente³⁹. La prohibición abarca la concesión de créditos tanto si la sociedad objetivo lo realiza directamente mediante persona interpuesta. Otra parte de la doctrina⁴⁰, realiza una interpretación extensiva del artículo 1740 entendiendo que dicho precepto se aplicaría a cualquier tipo de negocio jurídico realizado por una sociedad que tuviese el efecto de conceder un préstamo a otra. Por tanto, bajo esta interpretación extensiva el precepto se aplicaría a un número mayor de casos. No obstante, otro sector doctrinal indica que es más apropiado realizar una interpretación estricta del artículo 1740 CC debido a la existencia de una cláusula de cierre en el artículo 150 LSC⁴¹. En efecto, bajo la expresión “*facilitar ningún tipo de asistencia financiera*” se subsumirían los negocios jurídicos que tuviesen la misma finalidad que el préstamo pero que no se encuadrasen en la definición del artículo 1740 CC. No obstante, la debilidad de dicha interpretación estricta es que existirían mayores facilidades para evitar dicha prohibición e incurrir en fraude de ley. Por tanto, se considera más apropiado la postura adoptada de este último sector doctrinal ya que realizar una interpretación extensiva del artículo 1740 CC además de innecesaria, por la existencia de la cláusula de cierre, resultaría en una mayor inseguridad jurídica.

c) Prestar garantías [...] para la adquisición de sus acciones o de participaciones o acciones de su sociedad dominante por un tercero

El objeto del contrato de garantía es una prestación accesoria que solo se puede exigir en caso de incumplimiento del contrato principal. Aplicando el concepto a las operaciones de LBO esto supondría que la sociedad objetivo ofrece sus activos como garantía de repago de la deuda adquirida por la sociedad compradora. En caso de que la sociedad adquirente incumpliese su obligación de pago frente al tercero acreedor, los activos de la sociedad objetivo serían utilizados por el acreedor para saldar la deuda, afectando negativamente a la situación patrimonial de la sociedad objetivo. Asimismo, la prestación de garantías por la sociedad objetivo pondría el riesgo el principio de igualdad⁴² entre los socios ya que se estaría ofreciendo la compra de acciones

³⁹DOÑA, *Ingeniería corporativa con acciones propias y cruzadas (Comentario sistemático de los artículos 74-89 TRLSA)*, Monográfico del Consejo General del Notariado, Madrid, 2005 pp. 156-157.

⁴⁰ MORALEJO MENÉNDEZ, “Comentario al art. 150 LSC”, en ROJO y BELTRÁN (Coords.), *Comentarios a la Ley de Sociedades de Capital*, Pamplona, 2011, pp. 1152-1153.

⁴¹ BAYONA GIMÉNEZ, “La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias”, *Monografía de la Revista de Derecho de Sociedades*, No 19, 2002. pp 39 y ss.

⁴² Véase artículo 97 LSC.

garantizadas por activos societarios a un determinado grupo accionarial mientras que a los accionistas minoritarios no se les estaría ofreciendo dicha posibilidad. Sin duda, esta situación alteraría la correcta formación de poder en la sociedad. Por otra parte, garantizar la adquisición de las acciones podría desembocar en ataques especulativos en el caso de las sociedades cotizadas ya que al estar la inversión respaldada con garantías dichas acciones serían más atractivas lo que provocaría que el precio incrementase.

El problema de la prestación de garantías al igual que con el contrato de préstamo es que no hay un consenso doctrinal sobre que negocios jurídicos deben de ser subsumidos bajo el precepto. Un sector de la doctrina indica que dentro del concepto de prestar garantías no solo se incluyen las reales y personales sino cualquier otra transacción que produzca el mismo efecto⁴³. No obstante, otro sector doctrinal indica que “*no puede en la actualidad extenderse la interpretación del término garantía a negocios que no tienen la misma naturaleza aunque produzcan efectos similares*”⁴⁴. El mismo argumento defendido para el caso del contrato de préstamo es aplicable aquí. Al existir una cláusula de cierre se hace innecesario realizar una interpretación extensiva del precepto ya que los negocios que tuviesen un efecto similar al contrato de garantía pero no se pudiesen categorizar como tal quedarían subsumidos en aquella.

d) Facilitar ningún tipo de asistencia financiera [...] para la adquisición de sus acciones o de participaciones o acciones de su sociedad dominante por un tercero

El artículo 150 LSC finaliza con un cláusula de cierre bajo la cual se subsumirían todos aquellos negocios jurídicos mediante los cuales una sociedad pudiese prestar asistencia financiera para la adquisición de las acciones propias y que no encajasen bajo la definición de anticipo de fondos, concesión de préstamos o prestación de garantías. En efecto, existen otros contratos, como el de donación o compraventa, mediante los cuales se podría violar dicha prohibición⁴⁵. Por tanto, las conductas analizadas anteriormente se

⁴³ Véase a este respecto VAQUERIZO ALONSO, *cit.*, p.577; PAZ-ARES, “Negocios sobre las propias acciones” en La reforma del derecho español de derecho de sociedades de capital, AA.VV, Madrid, 1987, p. 473; VÁZQUEZ CUETO, *Régimen jurídico de la autocartera*, Marcial Pons, Madrid, 1995, pp.568-567.

⁴⁴ BAYONA GIMÉNEZ, *cit.*, p.280.

⁴⁵ PAZ-ARES/PERDICES HUETOS, “Los negocios sobre las propias acciones”, en URÍA/MENÉNDEZ/OLIVENCIA (Dir.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Tomo IV, vol. 2º B, Madrid, 2003, pp. 494 y ss.

tratan simplemente de ejemplos bajo los cuales se puede violar la prohibición de asistencia financiera. Es por ello que el artículo 150 LSC se trata de un *numerus apertus*.

La finalidad de la cláusula de cierre es evitar que mediante artificios legales como el fraude de ley o la analogía se esquive la prohibición de asistencia financiera. Lo que se intenta penalizar mediante la introducción de esta cláusula no es tanto el resultado en sí, sino el ánimo de asistir financieramente a un tercero para a la adquisición de las acciones propias. Se puede resumir la opinión de la doctrina y jurisprudencia mayoritaria al respecto señalando que sin el elemento intencional o subjetivista “*no cabe hablar de asistencia financiera*”⁴⁶. Asimismo, la doctrina señala que para apreciar la existencia de asistencia financiera no es necesario una simple cooperación sino que el elemento intencional debe de ser lo suficientemente claro para determinar que existe una verdadera atribución patrimonial por parte de la sociedad. El problema que crea esta cláusula de cierre es la inseguridad jurídica propia de los preceptos en los que se incluyen múltiples supuestos de hecho. En efecto, para algunos autores resulta dudoso que las operaciones de LBO se puedan incluir bajo esta cláusula de cierre⁴⁷. Por ello, desde nuestro punto de vista sería recomendable una reforma legislativa del artículo 150 LSC en la que aclarase las conductas incluidas en cada uno de los supuestos ejemplificativos o que se eliminasen dichos ejemplos dejando únicamente la cláusula de cierre.

3.3.1.3 Elemento temporal y Nexo causal

No obstante, no solo es necesario que concurra alguno de los supuestos señalados en el artículo 150 LSC sino que tanto la jurisprudencia como la doctrina vienen exigiendo dos requisitos más: el elemento temporal y el nexo causal.

El elemento temporal hace referencia a la necesidad de que entre el negocio de financiación y de adquisición no transcurra un lapso temporal prolongado para considerar que existe una violación de la interdicción de asistencia financiera. Precisamente, será este elemento temporal el que nos permitirá, en el apartado siguiente, diferenciar entre la asistencia financiera originaria y sobrevenida⁴⁸. La LSC no indica ninguna directriz para considerar si dicho elemento temporal se cumple o no por lo que habrá que estar a la

⁴⁶ VAQUERIZO ALONSO, *cit.*, p.209.

⁴⁷ QUESADA-LÓPEZ, Dictamen jurídico sobre asistencia financiera. Universidad de Jaén, Centro de Estudios de Postgrado, 2015.p.15.

⁴⁸ GONZÁLEZ-MOREJÓN, *cit.*, p.3.

norma interpretativa de los contratos del artículo 1282 del Código Civil que establece que *“Para juzgar de la intención de los contratantes, deberá atenderse principalmente a los actos de éstos, coetáneos y posteriores al contrato”*. Precisamente, esta es la postura defendida por el Tribunal Supremo en su sentencia de 27 de enero de 1999 (RJ 1999,325) que apuesta por considerar la situación económica de las partes con anterioridad y posterioridad a la perfección para determinar si la conducta es subsumible bajo la prohibición de asistencia financiera. Por otra parte, en el supuesto de una fusión de dos o más sociedades dichas dudas interpretativas no surgirían ya que el elemento temporal se cumpliría si no han transcurrido más de tres años entre la fusión y la financiación tal y como estipula el artículo 35 de la LME.

En segundo lugar, el nexo causal hace referencia a la necesidad de que para apreciar la existencia de asistencia financiera la prestación de asistencia financiera y el negocio jurídico de adquisición estén vinculados. Por ello, el elemento temporal es un requisito necesario pero no suficiente para apreciar la existencia de nexo causal. Pese a que este requisito no está estipulado en la letra de la ley ha sido exigido por la jurisprudencia. Por ejemplo en la Sentencia del Juzgado de Primera Instancia núm. 8 de Zaragoza, núm. 28/2015 de 19 febrero, FJ 2º (JUR 2015\204758) se negó la presencia de asistencia financiera por no existir nexo causal entre el contrato de prenda y préstamo y la compra de acciones a la sociedad garante. Asimismo, es especialmente difícil apreciar la existencia de nexo causal en el caso en el que una entidad financiera exija la constitución de garantías sobre los activos de la sociedad objetivo en una operación de reestructuración o refinanciación de la deuda con el objetivo de reforzar su posición crediticia. La dificultad para apreciar el nexo causal en dicho caso se debe a la ausencia del elemento temporal provocado por el transcurso del tiempo desde que se concedió el préstamo hasta que se constituyeron las garantías en la operación de refinanciación.

Por otra parte, para apreciar la existencia del nexo causal es necesario que el objetivo sea perseguido por ambas partes, es decir, que el propósito comercial de las partes sea el motivo que guíe la celebración del negocio de financiación y de adquisición de la sociedad⁴⁹. Esto se conoce como teoría de la causalización establecida en la Sentencia del

⁴⁹ Así se señala en la sentencia de la OPA de Gas Natural sobre Endesa (Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid Sección 28º Auto num 2/2007 de 9 de enero AC/2007/1160 : “En primer lugar debemos diferenciar la causa del contrato de los motivos que llevan a las partes a suscribirlo. Para que el

Tribunal Supremo de 19 de junio de 2009 (RJ 2009,4449) en la que se señala que para que un negocio jurídico tenga efectos es necesario que los motivos que llevaron a su perfeccionamiento sean compartidos por ambas partes. Además, se exige que dicha intención sea determinante de tal manera que de no existir asistencia financiera el negocio de adquisición no se hubiese realizado⁵⁰. No obstante, dicho requisito está sometido a las evidentes limitaciones probatorias lo que provoca que los pronunciamientos judiciales al respecto estén sometidos a un enorme casuismo.

Por tanto, es evidente la relevancia del elemento intencional en nuestro ordenamiento jurídico en relación con la prohibición de asistencia financiera ya que sin este no se podrá considerar violada aquella. En efecto, la influencia del *Companies Act* de 1981 y 1985 ha llegado a nuestra jurisprudencia y doctrina de tal manera que si una operación de asistencia financiera se puede enmarcar dentro de la actividad social de la empresa (“*larger pupose*”) o se puede probar que se realizó con buena fe (“*good faith*”) no se puede apreciar que existe un nexo causal entre los negocios jurídicos y por ende no se puede considerar que existiese violación de la prohibición de asistencia financiera.

3.3.1.4 La importancia del elemento temporal: Asistencia financiera originaria y sobrevenida

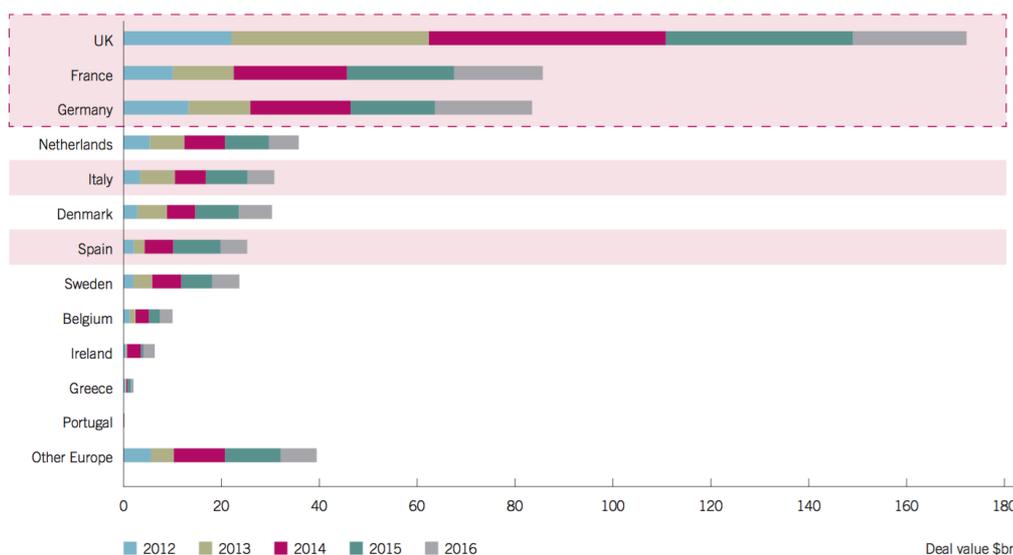
La asistencia financiera originaria es aquella en la que la compraventa de las acciones es inmediatamente posterior al contrato de financiación para adquirir las mismas. Es por ello que en este tipo de asistencia financiera no cabe duda de la presencia del elemento temporal. Por otra parte, el elemento subjetivista o intencional se debería de desprender de dicha conexión temporal entre el contrato de financiación y la adquisición de las acciones. En sentido contrario, la asistencia financiera sobrevenida sería aquella en la que la ligazón temporal entre ambos negocios jurídicos se encuentra diluida. Esta situación es típica en las operaciones de refinanciación y reestructuración de la deuda en las operaciones de LBO. Tras la crisis de 2007-2009, el volumen de operaciones de refinanciación de LBO no ha parado de crecer en Europa registrando en 2014 un pico de

propósito de favorecer o financiar la adquisición sea relevante ha de incorporarse a la causa. Tal incorporación requiere que los móviles personales sean comunes a ambas partes y constituyan motivo determinante o principal de la conclusión del contrato. Se diferencia así la ilicitud objetiva de un contrato de la ilicitud del propósito de las partes. La causa ilícita podrá derivar de un contrato per se lícito, pero en el que concurre una finalidad ilícita”.

⁵⁰ CARRETERO PIRES, *cit.*, p.416.

140 billones de dólares⁵¹. En 2015 dicha cifra bajó a 135 billones y en 2016 a 103 billones. Podemos observar la evolución del volumen de operaciones de refinanciadas de 2012-2016 en los países europeos en el siguiente gráfico.

Gráfico 2: Volumen de créditos de LBO que vencen entre 2012-2016 por país



Fuente: *Off Piste "Negotiating European LBO Debt Mountain" Linklaters*

El volumen de operaciones de LBO que deben de ser refinanciadas en España es de 25 billones lo que resulta especialmente preocupante en relación al tamaño de su economía. El problema jurídico que se plantea es si tras haber transcurridos años de la celebración contrato de financiación originaria la exigencia de constituir garantías sobre los activos de la empresa adquirida con motivo de una refinanciación exigida por la entidad bancaria elimina el elemento temporal y con ello la prohibición de asistencia financiera. Una parte de la doctrina⁵² así lo opina y señala que realizando una interpretación estricta de la ley no es posible considerar la asistencia financiera sobrevenida esta prohibida bajo la regulación española⁵³. Por su parte, el artículo 35 LME

⁵¹ Las cifras expresadas en billones de dólares americanos se indican según la escala americana. Un billón de dólares en escala americana se corresponde con mil millones en escala europea.

⁵² GONZÁLEZ-MOREJÓN, *cit.*, pp. 4, 5.

⁵³ No obstante algunas sentencias han sancionado con la nulidad la existencia de asistencia financiera sobrevenida. Por ejemplo en la sentencia de la Audiencia Provincial de Asturias (Sección 1ª) Sentencia núm. 242/2016 de 29 julio [JUR 2016\228864] en la que se declara la nulidad de la garantía hipotecaria por existencia de asistencia financiera sobrevenida por la constitución de una hipoteca en garantía del pago aplazado por compra de acciones.

señala el único caso en que la asistencia financiera sobrevenida regulado por la ley. No se trata de una prohibición de la asistencia financiera sobrevenida sino que dicho artículo enumera los requisitos adicionales con los que debe cumplir una fusión posterior a una adquisición de una sociedad con endeudamiento de la adquirente cuando dicho endeudamiento ha sido contraído en “*en los tres años inmediatamente anteriores*” a la adquisición del control de la sociedad.

Hasta la introducción del artículo 35 LME era fuertemente discutido por la doctrina si ese tipo de operaciones constituían una violación de la prohibición de asistencia financiera en fraude de ley. La mayoría de la doctrina⁵⁴ opinaba que los *forward merger* LBO no violaban la interdicción de asistencia financiera ya que los fundamentos de dicha prohibición, protección a los accionistas y a los acreedores estaban salvaguardados por el derecho de impugnación de los accionistas a la fusión⁵⁵ y el derecho de oposición de los acreedores⁵⁶ a la misma. Se puede concluir que sin la existencia del elemento temporal no hay prohibición de asistencia financiera ya que los artículos 150 y 143 LSC deben de ser interpretados restrictivamente y el artículo 35 LME no supone una prohibición de la asistencia financiera sobrevenida.

3.3.2 Comparación con el artículo 143 LSC para las Sociedades

Limitadas

Únicamente se ha realizado un análisis de las conductas subsumibles bajo el supuesto de prohibición asistencia financiera para las sociedades anónimas. No obstante, dicho estudio es extensible para el artículo 143 LSC que se refiere a la prohibición de asistencia financiera para las sociedades limitadas. No obstante, es preciso realizar dos matizaciones. Por una parte, para las sociedades limitadas el legislador aparte de realizar una referencia genérica al negocio de garantía hace mención específica al contrato de prenda como supuesto prohibido. No obstante, este hecho no introduce diferencias significativas con respecto a la sociedad anónima ya que bajo dicho precepto el contrato de prenda también está vedado bajo la interdicción de asistencia financiera. Por otra parte, el legislador veta la posibilidad de asistencia financiera para las sociedades que formen

⁵⁴ AZNAR, 2007 *cit.*, p.379.

⁵⁵ Véase artículo 47 LME.

⁵⁶ Véase artículo 44 LME.

parte de un grupo empresarial, prohibición no existente para el caso de las sociedades anónimas.

3.3.3 Excepciones a la prohibición

Existen dos excepciones por razón del sujeto a la prohibición de asistencia financiera recogida en los artículos 143 y 150 LSC. Dichas excepciones están recogidas en los apartados tercero y cuarto del artículo 150 LSC. De nuevo, vemos la influencia de la regulación británica en materia de asistencia financiera ya que ambas excepciones estaban ya recogidas en el artículo 54 del *Companies Act* de 1948.

El apartado tercero del artículo 150 LSC señala que *“La prohibición [...] 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”*. El fundamento de dicha excepción se haya recogido en el artículo 129.2 de la Constitución Española que promulga la defensa de la participación de los trabajadores en el capital social con el objetivo de que el personal de la empresa pueda adquirir los medios de producción de la sociedad de la que forma parte. La motivación para que la sociedad ofreciese asistencia financiera a su personal para la adquisición de sus propias acciones sería el incremento de la productividad de los mismos⁵⁷. Las dudas interpretativas con respecto a este precepto se refieren a quienes están incluidos bajo el término “personal de la empresa”. La jurisdicción civil ha tomado la definición del ámbito laboral para determinar que bajo dicha categoría no se incluyen ni a los altos directivos⁵⁸, ni a los consejeros ni a los miembros de los órganos de administración⁵⁹, y como consecuencia de la aplicación de la teoría del vínculo ni a los trabajadores que son consejeros y altos directivos⁶⁰. El Tribunal Supremo en la sentencia de la Sala de lo Civil de 20 de julio de 2010 (RJ 2010, 6563) aclara que la excepción únicamente será aplicable a “personas unidas a la sociedad por una relación laboral, común o especial”.

⁵⁷ BAYÓN/BENAZERRAF, *cit.*, p. 89.

⁵⁸ A los altos directivos se les aplica el siguiente régimen jurídico Real Decreto 1382/1985, de 1 de agosto (RCL 1985, 2011, 2156), por el que se regula la relación laboral de carácter especial del personal de alta dirección.

⁵⁹ STS (Sala de lo Social) de 21 de enero de 1991 (RJ 1991, 65), STS (Sala de lo Social) de 22 de diciembre de 1994 (RJ 1994, 10221) y STS (Sala de lo Social) de 22 de diciembre de 1994 (RJ 1994, 10221).

⁶⁰ STS (Sala de lo Social) de 6 de febrero de 1997 (RJ 1997, 1001), STS (Sala de lo Social) de 14 de mayo de 1996.

La segunda excepción viene recogida en el apartado cuarto del mencionado artículo que señala que “*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*”. Por tanto, dos son los sujetos beneficiarios de dicha excepción: los bancos y las entidades de crédito⁶¹ y dos son las condiciones que tienen que concurrir para que la excepción aplique: que la financiación se enmarque dentro de su objeto social, según lo estipulado en los estatutos sociales y que se sufraguen con bienes de la sociedad. El fundamento de dicha prohibición radica en que el objeto social de las entidades bancarias es servir de intermediarias entre ahorradores e inversores y la prohibición de asistencia financiera supondría una limitación al mismo⁶². Pese a que algunos autores⁶³ consideran que dicha excepción se trata de una de un privilegio sin fundamento hacia las entidades de crédito, desde nuestro punto de vista la labor que realizan dichos operadores económicos son de vital importancia en la economía para que la regulación impida que realicen adecuadamente sus operaciones.

3.4 Asistencia financiera en las operaciones de LBO

3.4.1 Leverage Buyout bajo el supuesto de asistencia financiera

Existen argumentos legales, doctrinales y jurisprudenciales para defender que las operaciones de LBO no suponen una violación de la prohibición de asistencia financiera:

Legales

Si se realizase una interpretación estricta de los tres primeros apartados de los artículos 143 y 150 LSC el endeudamiento de una sociedad con el objetivo de adquirir a otra no se subsumiría dentro de las conductas prohibidas por dichos artículos al no constituir el endeudamiento de la sociedad adquirente ni un anticipo de fondos, ni una concesión de un préstamo ni una prestación de garantías realizada por la sociedad

⁶¹ Una entidad de crédito es definida en el artículo 1 de Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio (RCL 1986, 2109), sobre Adaptación del Derecho vigente en materia de Entidades de Crédito al de las Comunidades Europeas como “A efectos de la presente disposición, y de acuerdo con la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo de 2000, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, se entiende por «entidad de crédito» toda empresa que tenga como actividad típica y habitual recibir fondos del público en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras análogas que lleven aparejada la obligación de su restitución, aplicándolos por cuenta propia a la concesión de créditos u operaciones de análoga naturaleza”.

⁶² BAYÓN/BENAZERRAF PALOMERO. *cit.*, p. 91.

⁶³ DOÑA, *cit.*, pp. 187-194.

adquirida⁶⁴. No obstante, toda operación de LBO implica un traslado de parte del coste de la deuda a la sociedad adquirida. En efecto, según la opinión de parte de la doctrina⁶⁵ uno de los motivos por los cuales estas operaciones son tan populares es porque los flujos de caja de la sociedad adquirida son utilizados para repagar la deuda. Por tanto, es necesario examinar si el hecho de que la sociedad adquirida asuma parte de la deuda se puede considerar subsumida bajo la cláusula general de los mencionados artículos. Se podría defender que dichos preceptos no necesitan de ninguna interpretación (*in claris non fit interpretatio*) ya que señalan que “*la sociedad no podrá facilitar ningún tipo de asistencia financiera*” y el hecho de que una sociedad asuma el coste de la financiación otorgada por un tercero a otra sociedad para la compra de las acciones de la primera constituye sin duda un tipo de asistencia financiera. Por su parte, la realización de una interpretación extensiva o analógica de dicho precepto nos llevaría a la misma conclusión. Sin embargo, desde nuestro punto de vista, el método interpretativo que más relevancia tiene es el teleológico ya que la voluntad del legislador, como guardián del orden social, se debe hacer patente en la aplicación de la ley. La voluntad del legislador al introducir esta cláusula era evitar que mediante diferentes mecanismos legales se violase la prohibición de asistencia financiera. En efecto, tal y como señala la interpretación teleológica de la ley evita que un negocio se categorice como fraude de ley. Por tanto, esa cláusula final pretendía castigar el *animus* de violar la prohibición de asistencia financiera y no tanto otro tipo de negocios jurídicos que tuviesen como resultado la asistencia financiera para la adquisición de las acciones propias. Por tanto, bajo una interpretación teleológica de la ley no se podría considerar que las operaciones de LBO estén prohibidas en nuestro ordenamiento jurídico.

Doctrina y Jurisprudencia

La doctrina mayoritaria defiende la legalidad de las operaciones de LBO en nuestro ordenamiento jurídico. El argumento que sostienen para defender dicha afirmación es que en las operaciones de LBO no existe el elemento intencional que es necesario para apreciar la existencia de asistencia financiera prohibida⁶⁶. Por otra parte,

⁶⁴En este sentido la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid Sección 28ª Auto núm. 2/2007 de 9 de enero AC/2007/1160 que señala que “la prohibición del artículo 81 TRLSA [actual artículo 150 LSC] debe de ser interpretado restrictivamente y [...] requiere que la asistencia se preste específicamente para la adquisición de acciones, como motivo determinante de la operación. Si la finalidad financiera no existe o no es esencial, y prevalece otra, ya no puede afirmarse que se incurra en la prohibición”.

⁶⁵ BAYÓN/BENAZERRAF, 2013. *cit.*, p.72.

⁶⁶ VARGAS VASSEROT, 2015. *cit.*, p.968.

dos elementos que deben estar presentes en las operaciones de LBO para considerar que no se ha producido una violación de la prohibición de la asistencia financiera: capacidad de la sociedad adquirente de repagar la deuda con sus propios recursos y la estructuración de la operación como una compra de activos y no de acciones (es decir, un *asset deal* en vez de un *share deal*)⁶⁷. Estos dos requisitos adicionales están dirigidos a salvaguardar la integridad del capital social de la sociedad adquirida, es decir, a proteger la finalidad con el que fueron promulgados los preceptos de prohibición de asistencia financiera. No obstante, no faltan opiniones en contra que señalan que los LBO siempre supondrían un supuesto de asistencia financiera prohibido por la legislación española⁶⁸. Por tanto, la doctrina no parece haber llegado a un consenso acerca de si una operación de LBO constituye una violación de la prohibición de asistencia financiera.

Por su parte, no existe un debate tan intenso cuando acudimos a la jurisprudencia en torno a la existencia de asistencia financiera en las operaciones de LBO. Aunque existen abundantes casos en los que se ha sancionado la asistencia financiera⁶⁹ es difícil encontrar dicha sanción en el contexto de una operación de LBO. En efecto, las sentencias de la Audiencia Nacional de 30 de septiembre de 1996 y de 11 de noviembre de 1999, la Sentencia de la Audiencia Provincial de Logroño de 17 octubre de 2008 (núm. 288/2008) así como la RDGRN de 1 de diciembre de 2000 (Industrial Coctelera, SL) declinan la existencia de asistencia financiera en las operaciones de LBO por no existir el vínculo intencional entre el contrato de asistencia financiera y el contrato de compra de las acciones. Por su parte, en el conocido caso de la OPA de Gas Natural sobre Endesa la Audiencia Provincial de Madrid en el auto de la Sección 28ª de 9 de enero de 2007⁷⁰ realizó una interpretación restrictiva del precepto 150 LSC (el antiguo 81 LSA) para considerar que no existía asistencia financiera en la constitución de garantías sobre los activos de Endesa “porque se trata de un proceso (se refiere al proceso de fusión) que ya contempla garantías específicas para acreedores y socios minoritarios”.

⁶⁷ CARRETERO PIRES, *cit.*, p.424.

⁶⁸ A este respecto véase, SÁNCHEZ “Fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento del adquirente” 2009. En *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles* pp. 721-766; VICENT-CHULIÁ, *Introducción al Derecho Mercantil*, Valencia, 2005, pp.342-344.

⁶⁹ Ver F.3 AP Madrid (Sección 14), sentencia núm. 170/2015, de 2 junio; F.8 DGRN (Mercantil), resolución núm. 15310 de 23 noviembre; F.2 TS (Sala de lo Civil, Sección 1), sentencia núm. 413/2012, de 2 julio.

⁷⁰ Resumen del supuesto de hecho: 1. Gas Natural realizó una OPA sobre Endesa 2. Dicha OPA fue financiada por diversas entidades de crédito 3. El día de la formulación de la OPA, Gas Natural formalizó un contrato de venta de los activos de Endesa con un competidor de Endesa sujetando la eficacia de dicho contrato a que la OPA se perfeccionase 4. Endesa presentó una demanda contra Endesa y la tercera sociedad por existencia de asistencia financiera prohibida.

3.4.2 *Merger Leverage Buyout* bajo el supuesto de asistencia financiera.

Estudio del artículo 35 LME

Debido a la inseguridad jurídica que generaba a las empresas el desconocimiento de si las operaciones de LBO violaban la prohibición de asistencia financiera o no éstas empezaron a utilizar mecanismos como los *merger* LBO para evitar la aplicación de los mencionados preceptos.

Con respecto a los *forward merger* LBO la mayor parte de la doctrina entendía que no había violación del precepto de asistencia financiera ya que la financiación de la adquisición de las acciones es provista por un tercero a la sociedad vehículo la cual asumiría íntegramente el pago de la deuda quedando el patrimonio neto de la sociedad objetivo inalterada al producirse la fusión de ambas en un momento posterior. No obstante, se ha entendido por la doctrina que la fusión, pese a ser posterior, afectaría al patrimonio de la sociedad objetivo siendo dicha operación una violación de la prohibición de asistencia financiera⁷¹. Desde nuestro punto de vista, habría que considerar con qué intención se realiza dicha operación. Sin duda, el fin último de este mecanismo es que la sociedad objetivo asuma el coste de la deuda lo que supone que este financiando la adquisición de sus propias acciones. Por tanto, situándonos en un momento anterior a la aprobación de la LME la mayor parte de estas operaciones incurrirían en fraude de ley por afectar la integridad del capital social y por ende a los derechos de los accionistas y acreedores.

Ante esta situación, el legislador aprobó en 2009 la LME mediante la cual se transpuso la Directiva 2006/68/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de septiembre de 2006 que modificaba la Directiva 77/91/CEE y cuyo objetivo era tal y como se señala en el Proyecto de ley “[ofrecer] *alternativas al sistema de tutela tradicional de los acreedores sociales y de los propios accionistas, que gira en torno al capital social*”. Por tanto, uno de los fines que tenía dicha ley era ofrecer un marco jurídico más certero en torno a la protección de la integridad del capital social. Esa seguridad jurídica la intentó lograr el legislador español con respecto a la asistencia financiera en los *merger* LBO con la introducción del artículo 35 de la LME.

⁷¹ VICENT-CHULIÁ, *cit.*, pp.342-344.

Una parte minoritaria de la doctrina señaló el desacierto del legislador al no seguir el régimen legal propuesto por la Directiva 2006/68/CE mediante el cual se permitía legalizar la asistencia financiera siempre y cuando se exigiesen los requisitos necesarios para que se mantuviese la integridad del capital social⁷². Aunque dicha opción fue la que se siguió en el artículo 33 del Anteproyecto de LME⁷³ finalmente el legislador decidió no incorporarlo a la ley. Por tanto, este sector de la doctrina considera que pese a la introducción del artículo 35 LME, la prohibición de asistencia financiera se mantiene. No obstante, la doctrina mayoritaria interpretó la introducción de este artículo como la legalización de las operaciones de fusión apalancada al establecer una excepción en la que la asistencia financiera estaba permitida siempre que se cumpliesen los tres requisitos mencionados por el artículo⁷⁴. Pese a ello, las dudas interpretativas respecto a este artículo provocaron fuertes disputas doctrinales y jurisprudenciales que serán expuestas en el siguiente apartado.

⁷² GIRBAU PEDRAGOSA, “Cuestiones sobre la fusión societaria en la Ley de modificaciones estructurales”. *Revista de Derecho de Sociedades*, 2(33), 2009. pp. 159-171.

⁷³ Ministerio de Justicia, borrador de fecha 14 de junio de 2007: “Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias. (1) La sociedad, de forma directa o indirecta, podrá adelantar fondos, conceder préstamos, dar garantías o prestar cualquier tipo de asistencia financiera para la adquisición de sus acciones por un tercero, en las siguientes condiciones: 1ª. Que la operación se realice bajo la responsabilidad de los administradores en condiciones de mercado razonables, en particular en lo relativo a los intereses pactados y a las garantías prestadas a la sociedad. 2ª. Que los administradores investiguen debidamente la solvencia del tercero; que confeccionen un informe escrito indicando los motivos de la operación, el interés para la sociedad, las condiciones en las que se realizan, los riesgos que implica para la liquidez y solvencia de la sociedad y el precio al que el tercero va a adquirir las acciones, y que lo presten para su depósito en el Registro mercantil. 3ª. Que, antes de ser realizada, la operación sea aprobada por la junta general de socios, que decidirá con el quórum y la mayoría establecidos en el artículo 103./La junta general de accionistas no podrá ser convocada hasta que el Registrador tenga por efectuado el depósito del informe. En el anuncio de la convocatoria de la junta general se hará constar el derecho que corresponde a los accionistas de examinar en el domicilio de la sociedad el texto íntegro del informe de los administradores y de pedir su entrega o el envío gratuito de dicho documento. (2) La totalidad de la asistencia financiera concedida a terceros no podrá en ningún momento tener por efecto la reducción del patrimonio neto por debajo del capital social y de las reservas legal y estatutarias indisponibles. A efectos de esta prohibición, se tendrá en cuenta cualquier reducción del patrimonio neto que hubiera podido producir la adquisición por la sociedad de sus propias acciones, así como la aplicación del criterio incluido en el segundo párrafo del artículo 75.1.2ª de esta Ley (que definía el concepto de «patrimonio neto» a tales efectos). (3) La sociedad constituirá en el patrimonio neto una reserva indisponible equivalente al importe total de la asistencia financiera. (4) Cuando un tercero por medio de asistencia financiera adquiera de la sociedad acciones propias poseídas por ella o suscriba acciones con motivo de una ampliación de capital, deberá hacerlo a un precio razonable. (5) Lo dispuesto en los apartados primero, tercero y cuarto no se aplicará a las operaciones de asistencia financiera realizadas para facilitar al personal la adquisición de acciones de la sociedad o sociedades del grupo. Tampoco se aplicará a las operaciones efectuadas por Bancos u otras entidades de crédito en el ámbito de operaciones ordinarias propias de su objeto social”.

⁷⁴ ERLAIZ *et al* “La asistencia financiera en las operaciones de LBO: El nuevo artículo 35 de la Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles” *Revista Gómez Acebo & Pombo*, 2009. pp.4.

3.5 Análisis del artículo 35 LME: Ámbito de aplicación

El primer párrafo de artículo 35 señala dos requisitos para que el precepto sea aplicado a las operaciones de fusión apalancada uno es de carácter intencional y otro es de carácter temporal. El requisito de carácter intencional precisa la necesidad de que el endeudamiento se haya contraído “*para adquirir el control de otra [...]o para adquirir activos de la misma esenciales para su normal explotación o que sean de importancia por su valor patrimonial*”. De este modo el precepto será aplicable tanto si la operación se estructura como un *share deal* o como un *asset deal* siempre y cuando exista la intención de lograr los objetivos señalados por el artículo⁷⁵. Por tanto, si se realiza una interpretación a *sensu contrario* las fusiones en las que el endeudamiento de algunas de las sociedades participantes no se hubiese adquirido con ninguno de los dos objetivos mencionados anteriormente no sería de aplicación este precepto.

No obstante, la utilización de términos indeterminados en este artículo resulta en dudas interpretativas con respecto de su aplicación. Por ejemplo, con respecto del primer motivo la doctrina se plantea cuando existe un control de la sociedad por parte de otra. Para resolver esta cuestión se ha acudido a la solución establecida en el artículo 42 del CCom considerando dicho precepto como determinante para interpretar si existe una vinculación societaria o no. No menos dudas interpretativas ha provocado el segundo motivo ya que resulta especialmente difícil objetivar cuales son los activos esenciales para la explotación de la empresa adquirida o analizar la importancia patrimonial de dichos activos. Para resolver dicha cuestión se han utilizado normas contables como la establecida en el artículo 257 LSC o la determinación del valor porcentual de dichos activos en relación con el capital social.

Por su parte, el elemento temporal indica la necesidad de que el apalancamiento se haya producido con anterioridad a la fusión. Esto está fuertemente unido al elemento intencional ya que para que el apalancamiento sea un medio para lograr la fusión necesariamente tiene que ocurrir con anterioridad a la misma. En efecto, estas operaciones “el endeudamiento no se contrae con ocasión de la fusión, sino que ésta es un hecho consecuente a aquél”⁷⁶. La *ratio* que justifica el establecimiento de un plazo de

⁷⁵ GIRBAU PEDRAGOSA, 2009. *cit.*, pp. 159-171.

⁷⁶ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE/FERNÁNDEZ TORRES, 2011. Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (oportunidad y acierto del art. 35 LME). Documentos de Trabajo del Departamento

tres años es que la deuda contraída por la sociedad adquirente todavía no ha sido reembolsada en su totalidad y de ahí los requisitos adicionales que exige este artículo para proteger la integridad del capital social de la sociedad adquirida tras la realización de la fusión. No obstante, consideramos que el establecimiento de un plazo de tres años constituye una deficiencia en la construcción de dicho artículo ya que los requisitos establecidos en sus apartados posteriores serían del todo innecesarios si la deuda contenida por la sociedad adquirente hubiese sido amortizada en el momento en el que se produce la fusión al no verse afectado en ese caso la integridad del capital social de la sociedad objetivo. A esto hay que añadir el hecho de que hayan transcurrido más de tres años desde que se produjo el endeudamiento hasta que se produjo la fusión provoca que devenga inaplicable los requisitos procedimentales señalados en el artículo 35 LME pero no sana la ilegalidad de la operación en caso de que se prueben que existen los elementos necesarios para apreciar la existencia de asistencia financiera prohibida. No obstante, la doctrina entiende que el hecho de que transcurran tres años debilita tanto el elemento temporal como intencional que se requiere para que se entienda que se haya producido dicha violación⁷⁷.

En caso de que la operación de fusión encajase en el supuesto que hemos señalado sería necesario que se cumpliesen los tres requisitos “*justificativos y explicativos*” tendentes a salvaguardar la integridad del capital social de la sociedad resultante.

a. Explicación de la devolución de la deuda en el proyecto común de fusión

El proyecto común de fusión deberá de señalar como se va a reintegrar la deuda haciendo referencia tanto a los recursos que se utilizarán así como los plazos en los que la satisfacción de la deuda se hará efectiva. Se trata de un requisito de carácter informativo ya que la LSC requiere que todo proyecto de fusión se haga público tanto en el BORME como en la página web de las sociedades intervinientes. Además dicho proyecto posteriormente será analizado por los administradores de cada una de las sociedades, sobre el cual emitirán un informe, y también por expertos independientes.

de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense de Madrid.p.4.

⁷⁷GONZÁLEZ-MOREJÓN, “La asistencia financiera en operaciones de refinanciación y reestructuración de deuda”. *Diario La Ley*, (8509), 2015, p.3.

b. Informe de los administradores

Los administradores deberán de señalar dos cuestiones en su informe: a) las motivaciones que justificaron la adquisición o control de activos, lo que se conoce como el juicio de razonabilidad b) un plan económico financiero sobre la fusión. Esto supone un reforzamiento del derecho de información tanto para los accionistas como para los acreedores. Los administradores por tanto deben de ser cautelosos a la hora de proponer dichas operaciones porque en caso de insolvencia o concurso recaerían sobre ellos las consecuentes sanciones. A este respecto, El Tribunal Supremo señaló en el caso de Martinsa-Fadesa⁷⁸ que los administradores quedaban eximidos de responsabilidad en el caso en el que hubiesen advertido de los riesgos de la operación y pese a ello los expertos hayan aprobado la viabilidad económica de la misma. No obstante, si los expertos señalan que la operación no cumple con el juicio de razonabilidad y pese a ello la operación sigue adelante resultando en el concurso o liquidación de la sociedad afectada los administradores serían responsables. Tal y como señala parte de la doctrina⁷⁹, dicho requisito promueve que los administradores sean más diligentes a la hora de proponer dichos tipos de operación pero en ningún caso les hace responsables si utilizaron la diligencia debida.

c. El informe del experto independiente

El tercer requisito es que el informe del experto independiente designado por el Registro Mercantil contenga un juicio de razonabilidad y que examine la existencia de asistencia financiera. El juicio de razonabilidad que debe de realizar el experto independiente debe de “seguir las mismas indicaciones” que el del informe de los administradores. Pese a que se pueda pensar que se trata de una duplicación de un requisito procedimental innecesario la razón que justifica su realización es que el experto independiente, por ser un individuo ajeno a la sociedad, elaborará el informe de manera objetiva ajeno a influencias de accionistas o acreedores. En contraposición, el informe de los administradores puede estar más sesgado por dichos intereses.

⁷⁸El caso Martinsa-Fadesa se trata de una fusión apalancada en la cual la sociedad Fadesa sobrevaloró sus propios activos para incrementar el precio de compra pagado por Martinsa. No obstante, esto resultó en un daño para la propia sociedad Fadesa ya que Martinsa había contraído un endeudamiento de más de la mitad de sus recursos propios para financiar dicha adquisición. Dicho coste de la deuda al final lo soportó la sociedad resultante de la fusión acabando en la liquidación de esta.

⁷⁹ YUSTE, “El impacto de la Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles en la financiación de adquisiciones apalancadas”. Revista española de Capital Riesgo, número 4, 2009, pp. 12-13.

El objetivo que persigue el legislador con la introducción de este requisito procedimental, no es solo la protección del capital social adicional sino “la protección de la propia empresa”⁸⁰ para favorecer que la misma sea viable financiera y económicamente en el largo plazo y de este modo facilitar la estabilidad económica de las instituciones bancarias ya que en este tipo de operaciones se suelen solicitar préstamos bancarios. Se trata, por tanto, de un “*informe técnico, en las que se analizan las implicaciones financieras y económicas de la operación y que pretende determinar el grado de endeudamiento e incluso, en su caso, si hubiera habido -aunque fuera de forma ilegal- asistencia financiera*”⁸¹. Por tanto, el juicio de razonabilidad está íntimamente ligado a la apreciación de la existencia financiera. Como ya se ha señalado repetidas veces en las operaciones de *merger* LBO siempre va a existir una “asistencia financiera de tipo económico” en el sentido en que la sociedad objetivo va a asumir parte del coste de la deuda. No obstante, dicha asistencia financiera solo deviene prohibida en el supuesto en el que esté presente el elemento intencional que dé lugar a un debilitamiento de la situación patrimonial de la sociedad objetivo. En consecuencia, el experto independiente determinará que existe asistencia financiera en el caso en que el sobreendeudamiento de la adquisición anterior a la fusión pusiese en riesgo la solvencia financiera de la sociedad resultante. Es por ello, que los juicios de razonabilidad favorables por parte de los expertos independientes conducen a negar la existencia financiera y los desfavorables a afirmarla.

Por tanto, pese a que el objetivo del legislador era introducir con este artículo un supuesto de asistencia permitido en la regulación española, el mismo no supone una variación del régimen legislativo pre-existente ya que el hecho de que el experto independiente tenga que establecer en su informe la existencia o inexistencia de asistencia financiera es lo mismo que no decir nada. En efecto, la mayoría de los casos de operaciones de LBO son analizados bajo el artículo 143 y 150 LSC y no este. Lo único que hace este artículo es dificultar la realización de estas operaciones al incrementar el número de trámites administrativos que se tienen que realizar para poder ser perfeccionadas. En efecto, muchas operaciones de LBO que no supondrían un supuesto

⁸⁰ ÁLVAREZ ROYO VILLANOVA, “Fusiones apalancadas y asistencia financiera: el art. 35 de la Ley 3/2009”, *El Notario del siglo XXI*, 30, 2010. pp. 156 y ss.

⁸¹ Texto del Diario de Sesiones del Congreso de los Diputados (DSCD) nº 163, intervención del Sr. De la Rocha Rubí, p. 11.

de asistencia financiera prohibida bajo el 143 o 150 LSC se tienen que someter a estos requerimientos adicionales haciendo las mismas menos eficientes.

3.6 Consecuencias de la vulneración de la prohibición de asistencia financiera

El panorama legislativo actual es notoriamente incierto a la hora de aplicar la prohibición de asistencia financiera en las operaciones de LBO. Por tanto, son muchas las sociedades que solicitan asesoramiento legal con respecto a la existencia de asistencia financiera en este tipo de transacciones. Desde la experiencia de la autora durante la realización de las prácticas en el departamento de Fusiones y Adquisiciones de Baker & McKenzie la mayor parte de las sociedades solicitaban asesoramiento sobre las consecuencias que tendría la apreciación de asistencia financiera en una operación de LBO. De ahí la relevancia de estudiar las repercusiones de la vulneración de la interdicción sobre los negocios jurídicos de financiación y de adquisición de las acciones como sobre los sujetos intervinientes en dicha operación.

a) Sobre los negocios jurídicos de financiación y adquisición de las acciones.

La violación de la prohibición de asistencia financiera en las operaciones de LBO tiene consecuencias en dos negocios: el negocio jurídico de financiación y en el negocio jurídico de adquisición de las acciones. Tanto el artículo 143 y 150 LSC son normas prohibitivas. No obstante, ninguna de ellas incluye en su dicción las consecuencias de la violación del mismo. Por tanto, en principio devendría aplicable la norma general del artículo 6.3 CC que señala 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”. En efecto la doctrina mayoritaria no duda en señalar que el negocio de asistencia financiera sería nulo de pleno derecho y por tanto insubsanable y no sujeto a convalidación⁸².

⁸² En la Resolución de 1 de diciembre de 2000, de la DGRN, BOE de 24 de enero de 2001 se ratifica la denegación de la inscripción en el Registro de la constitución de una hipoteca sobre los bienes de Industria Coctelera S.L ya que dicha hipoteca se utilizaba como garantía del pago del crédito obtenido por otra sociedad para la compra de las acciones de la primera lo que suponía un supuesto de asistencia financiera prohibido por la ley (artículo 40. 5 LSRL, el actual artículo 143 LSC). Señala dicha resolución que existe un consenso doctrinal acerca de que la violación del mencionado precepto tiene como consecuencia la nulidad de pleno derecho en virtud de la aplicación del artículo 6.3 CC. Añade que no puede interpretarse que las sanciones recogidas para los administradores en el artículo 42 LSRL sean consecuencias suficientes para que el artículo 6.3 CC devenga inaplicable ya que dicha sanción está “establecida en términos

A pesar de ello, se podría interpretar que el silencio del legislador con respecto a las consecuencias de la violación la prohibición de asistencia financiera se ha producido de manera intencional con el fin de permitir a los tribunales un cierto margen a la hora de establecer las sanciones correspondientes. En efecto, la asistencia financiera puede adoptar formas jurídicas tan diversas que el enorme casuismo de la misma haría impráctico la aplicación de una sanción estandarizada para todos ellos. Parece que esta intención del legislador ha sido entendida por los tribunales, los cuales han buscado mecanismos para evitar las graves consecuencias que tendría la aplicación del artículo 6.3 CC a los negocios jurídicos de LBO⁸³. En efecto, un negocio jurídico nulo "nace muerto"⁸⁴ ya que no puede producir efecto alguno y dicha nulidad es definitiva, insubsanable y opera *ipso iure*. Para las operaciones de LBO esto supondría por una parte que los vendedores volverían a ser accionistas de la sociedad objetivo; por otra parte la fusión se debería deshacer de tal manera que la sociedad vehículo volvería a operar en el tráfico jurídico. Esto supondría que la sociedad objetivo le debería devolver el precio pagado a la sociedad vehículo y esta debería reasignar el patrimonio a la sociedad objetivo⁸⁵.

Es por ello que nuestro Tribunal Supremo ha ido flexibilizando la aplicación de este precepto a las normas prohibitivas que no establezcan nada en caso de contravención. En varias de sus sentencias el Tribunal Supremo indica que para los preceptos legales que no determinen expresamente su nulidad o validez el juzgador deberá de ponderar la situación analizando la finalidad del precepto legal y únicamente declarar la nulidad cuando el acto sea "*contrario al respeto debido de la ley, la moral o el*

generales para toda infracción de las prohibiciones contenidas en la misma sección de la Ley relativa a la adquisición de las propias participaciones, es de carácter jurídico-administrativo y ha de entenderse complementaria, independiente y compatible por tanto con las restantes sanciones de carácter jurídico-privado que la propia Ley establece"

⁸³ Audiencia Provincial de La Rioja (Sección 1ª) Sentencia núm. 288/2008 de 17 octubre. AC 2009\140 en la que se aprecia la existencia de asistencia financiera en una operación de *merger* LBO ya que existía un nexo causal entre el contrato de financiación y la posterior fusión de la sociedad objetivo con la sociedad vehículo. No obstante, la consecuencia no es la nulidad del contrato de financiación sino la imposición de sanciones pecuniarias por parte de la CMNV los administradores así como la responsabilidad civil de los administradores sociales derivada del artículo 133 y 134 de la LSA (se refiere al actual artículo 236 LSC). Dicha sentencia señala que la "consecuencia natural" de la infracción del régimen de asistencia financiera es la responsabilidad administrativa, civil y penal de los administradores y no la nulidad de pleno derecho recogida en el precepto 6.3 CC.

⁸⁴ RUIZ DE HUIDOBRO DE CARLOS, *Manual de Derecho Civil. Parte General*. Dykinson, Madrid, 2008.p.528.

⁸⁵ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE/ FERNÁNDEZ TORRES, *cit.*, p.40.

orden público”⁸⁶. Como se ha indicado más arriba las motivaciones para la prohibición de asistencia financiera no son de orden público lo que justificaría que no se aplicase la nulidad radical a los supuestos de violación de los mismos. De este modo, además de ser escasos los casos de LBO en las que los tribunales han apreciado la existencia de asistencia financiera, los casos en los que las ha detectado no se ha declarado la nulidad del negocio de financiación y en caso de que se haya apreciado la nulidad, los efectos de la misma han sido muy reducidos.

Por otra parte, también surge la duda con respecto de la validez negocio jurídico de adquisición de las acciones. Si se pudiese considerar que los negocios son independientes la nulidad del negocio de financiación no implicaría la nulidad del de adquisición de las acciones⁸⁷. No obstante, se ha señalado que para que exista asistencia financiera debe estar presente el elemento intencional o motivación de la sociedad adquirente de contraer la deuda para adquirir las acciones. Por tanto, desde esta perspectiva el contrato de adquisición de las acciones también sería nulo de pleno derecho. Otros autores, consideran que la nulidad del negocio de financiación solo se contagiaría (*fraus omnia corrumpit*) al de adquisición de las acciones en caso de que existiese dolo, culpa grave o mala fe por parte del transmitente⁸⁸. No opina lo mismo otra parte de la doctrina, que señala que en caso en que el negocio de financiación se declarase nulo de pleno derecho, el negocio de adquisición de las acciones únicamente podría ser considerado nulo en casos excepcionales porque el ámbito de prohibición de los artículos 143 y 150 LSC queda claramente limitado al contrato de financiación asistencial⁸⁹. Refuerza su argumento señalando que se debe hacer una interpretación restrictiva del artículo 6.3 CC al ser esta una disposición prohibitiva. La jurisprudencia parece haber seguido esta línea jurisprudencial al señalar en la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid de 28 de octubre de 2000 que la nulidad del contrato de apertura de crédito no puede extenderse al de adquisición de las acciones.

⁸⁶ SAP Córdoba de 23 de diciembre de 2009 ratificada por la Sentencia del Tribunal Supremo de 9 de diciembre de 2012.

⁸⁷ Comparte esta opinión BAYONA GIMÉNEZ, “La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias”, Monografía de la Revista de Derecho de Sociedades, N° 19, 2002.

⁸⁸ VICENT-CHULIÁ, *Introducción al Derecho Mercantil*, Valencia, 2005, p.655.

⁸⁹ VARGAS VASSEROT, “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. Getafe: Universidad Carlos III de Madrid, 2015.p 986.

b) Sobre los administradores y otros representantes de la sociedad.

Por otra parte hay que examinar cual es la responsabilidad que deben de asumir los sujetos, ya sean administradores, directores o representantes de la sociedad si se aprecia la violación de asistencia financiera en una operación de LBO. En nuestro ordenamiento jurídico dicha responsabilidad se estructura en tres niveles: administrativa, civil y penal.

En primer lugar, la responsabilidad administrativa se recoge en el artículo 157 de la LSC que establece como sanción la imposición de *“una multa por importe de hasta el valor nominal de las participaciones asumidas o acciones suscritas, adquiridas o aceptadas en garantía por la sociedad o adquiridas por un tercero con asistencia financiera o, en su caso, las no enajenadas o amortizadas”* para las violaciones de las prohibiciones recogidas en el capítulo de negocios jurídicos sobre las propias acciones y participaciones. Paradójicamente esta es la única consecuencia que los tribunales suelen imponer en el caso de que consideren vulnerado el precepto de asistencia financiera⁹⁰. El organismo competente en la fase de instrucción del proceso sancionador es el Ministerio de Economía si se trata de una sociedad limitada o la CNMV en el caso de las sociedades anónimas. Adicionalmente, este precepto ha sido utilizado por la jurisprudencia como argumento para evitar la aplicación de la nulidad de pleno derecho al negocio jurídico de financiación. Los tribunales en sentencias como Audiencia Provincial de La Rioja (Sección 1ª) Sentencia núm. 288/2008 de 17 octubre (AC 2009\140) señalaban que la existencia de dicha sanción era suficiente para inaplicar el artículo 6.3 CC.

Por su parte, la responsabilidad civil de los administradores la encontramos en el artículo 236 LSC que estipula el régimen general de responsabilidad de los mismos. La asistencia financiera en una operación de LBO puede tener efectos perjudiciales sobre los accionistas sobre los acreedores y sobre la sociedad por lo que parece lógico aplicar el régimen general de responsabilidad a los administradores en caso de que los tribunales aprecien una violación del 143 o del 150 de la LSC. El instrumento que cuenta la sociedad para exigir responsabilidad a los administradores por los daños que hayan podido producir con su actuación a la sociedad es la acción de responsabilidad social

⁹⁰ Sentencias de la Audiencia Nacional (Sala Contencioso-Administrativo) de 25 de septiembre de 2008 y Sentencia de 25 de abril de 2012, dictada por la Sala de lo Contencioso-Administrativo (Sección 6ª) de la Audiencia Nacional (JUR2012152879)

recogida en el artículo 238 LSC. Por su parte, si el daño no lo ha sufrido la sociedad sino un accionista individual o incluso un tercero se podrá exigir responsabilidad a los administradores a través de la acción de responsabilidad individual recogida en el artículo 241 LSC. Esta es la vía más utilizada por los acreedores en caso de que la sociedad resultante del LBO sea incapaz de producir los flujos de caja necesarios para amortizar la deuda. La diferencia que señala la Audiencia Provincial de La Rioja (Sección 1ª) Sentencia núm. 288/2008 de 17 octubre (AC 2009\140) entre la responsabilidad administrativa y civil es que para apreciar la segunda es necesario la “existencia de un vínculo de causalidad entre [la conducta infractora] y el quebranto patrimonial cuya reparación se pretende”. Por tanto, para la jurisprudencia exige la existencia del elemento intencional reforzado para considerar aplicable el régimen de responsabilidad civil a los administradores.

Por último, el artículo 295 del CP sanciona con una pena de prisión de seis meses a cuatro años, o multa del tanto al triplo del beneficio obtenido a “*los administradores sociales que en beneficio propio o de un tercero, con abuso de las funciones propias de su cargo, dispongan fraudulentamente de los bienes de la sociedad o contraigan obligaciones a cargo de ésta causando directamente un perjuicio económicamente evaluable a sus socios*”. Este tipo penal podría encajar dentro de la conducta de los administradores que realizan una operación de LBO a sabiendas de la imposibilidad de la sociedad resultante de repagar la deuda. Por tanto, los administradores están sujetos a los tres tipos de responsabilidades.

En consecuencia, se puede observar como nuestro ordenamiento hace recaer el peso de la vulneración de la prohibición de asistencia financiera sobre los administradores o representantes de la sociedad y no tanto sobre los negocios jurídicos involucrados en el LBO. Esto se debe a dos motivos; El primero es que declarar la nulidad radical del contrato de financiación en una operación de LBO supondría deshacer los efectos del mismo lo que resultaría especialmente difícil desde un punto de vista práctico porque en la mayoría de los casos cuando se impugna la operación de LBO por violación de la prohibición de asistencia financiera es porque la sociedad en cuestión es incapaz de hacer frente a la deuda que contrajo. El segundo se debe a la intención del legislador de incentivar la diligencia de los administradores a la hora de aprobar las operaciones de LBO. En efecto, el estricto régimen de responsabilidad que se ha

analizado promueve que los administradores de las sociedades implicadas en el LBO extremen la cautela al analizar los riesgos que las mismas llevan aparejadas.

4. LA ASISTENCIA FINANCIERA EN LAS OPERACIONES DE REFINANCIACIÓN Y DE REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA.

4.1 ¿En qué consiste una operación de refinanciación o reestructuración de la deuda?: Relevancia durante la reciente crisis financiera.

Una operación de refinanciación o reestructuración de la deuda puede ser definida aquella mediante la cual se modifican las condiciones del contrato de financiación que tiene suscrito una empresa o un particular con una entidad financiadora cuando la primera prevé que va a ser incapaz de cumplir sus obligaciones de pago bajo las condiciones preexistentes. La iniciativa para llevar a cabo dicha operación normalmente corresponde a la empresa en cuestión cuando toma conciencia de que los futuros flujos de caja generados van a ser insuficientes para repagar la deuda. Por su parte, las entidades financiadoras suelen ser proclives a aceptar dichas refinanciaciones ya dicha operación sería más favorable en términos del valor de sus activos que si la empresa cayese en concurso de acreedores⁹¹.

Las operaciones de refinanciación en España crecieron de manera significativa durante la crisis sobre todo como consecuencia del elevado endeudamiento de las empresas no financieras⁹². Tal es así que miembros del FMI (2014) señalaron que “*el necesario proceso de reducción de la deuda empresarial podría ayudar a crecer y a crear empleo si dicho proceso es apoyado por los acreedores, reestructurando el exceso de deuda de empresas operacionalmente viables*”. La situación económica y crediticia de la economía española también afectó a las refinanciaciones de las operaciones de LBO que experimentaron una explosión tras la crisis financiera y presentan en la actualidad un volumen de 25 billones. Además, a nivel mundial, en 2008, entre el treinta y el treinta y cinco por ciento de los contratos de financiación de LBO se había quebrantado y en casi un treinta por ciento de dichas operaciones se registró un incumplimiento de los *covenants*⁹³ en el año 2009⁹⁴. Esta situación impulsó al legislador español a introducir la

⁹¹SÁENZ DE SANTA MARÍA y SOTOMAYOR, “Refinanciación de empresas en crisis”. *Actualidad Jurídica*, 22(1), 2009. pp.13-19.

⁹² El endeudamiento de las empresas no financieras en 2013 era de un 130% con respecto al PIB según datos del Banco Central Europeo.

⁹³ AMOR señala en “El incumplimiento de un covenant empeora el fondo de maniobra”, 2010 que un *covenant* es “un compromiso asumido por el prestatario en contratos de financiación, siendo los más

Ley 17/2014, de 30 de septiembre, por la que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial que favorece los proceso de reestructuración de la deuda de las empresas viables desde un punto de vista operativo. Pese a que esta ley ha rebajado los requisitos para que las operaciones de refinanciación se puedan realizar, las entidades financieras, a cambio de establecer condiciones más favorables en términos de tipo de interés, de deuda, de método de amortización de la deuda y de frecuencia de pagos suelen exigir la constitución de nuevas garantía o un reforzamiento de las existes para asegurar el pago de la deuda.

4.2 Operación de reestructuración o refinanciación de la deuda bajo el supuesto de asistencia financiera

La duda planteada por la doctrina y, en menor medida, por los tribunales es si una operación de refinanciación mediante la cual se constituyen garantías sobre los activos de la sociedad objetivo tiempo después de haber realizado la operación de LBO supone un supuesto prohibido de asistencia financiera. Esta cuestión ha adquirido una especial relevancia como consecuencia del incremento de las operaciones de refinanciación desde el inicio de la crisis.

Parte de la doctrina defiende que no existe violación de la prohibición de asistencia financiera por cuatro motivos⁹⁵. El primero es la inexistencia del elemento temporal en las operaciones de refinanciación de LBO. Normalmente, entre el momento en el que se realiza la operación de LBO y la refinanciación de la misma suelen transcurrir años lo que diluye el elemento temporal. En efecto, como se ha señalado en un apartado anterior la norma únicamente sanciona la asistencia financiera originaria, es decir, aquella en la que existe una inmediatez temporal entre el negocio de financiación y la adquisición de la sociedad. El segundo motivo, es que en estas operaciones no está presente el nexo intencional entre ambos negocios jurídicos. En este caso, la constitución de garantías sobre los activos de la sociedad objetivo no se realiza para financiar la compra de acciones de la misma, ya que esta se produjo en un momento anterior, sino para reforzar la posición crediticia del banco que ha ofrecido nuevas condiciones para que

habituales los ratios financieros”. Disponible en <http://blog.grantthornton.es/2011/11/10/el-incumplimiento-de-un-covenant-empeora-el-fondo-de-maniobra/>; Último acceso 01/04/2017)

⁹⁴ TROCHU, “Les LBO face á la crise”, RDAI/IBLJ nº 4, pág. 331 y sigs. y DEREN, “LBO : gestion des risques et flexibilité des structurations juridiques”, en La semaine juridique Entreprise et Affaires, nº 23, 4 junio 2010.

⁹⁵ GONZÁLEZ-MOREJÓN, *cit.*, p 16.

la compañía pueda seguir operando. El tercer motivo es que realizando una interpretación teleológica de la norma no se puede considerar que la refinanciación de un LBO viole el espíritu de la misma. En efecto, la misma no afecta a la integridad del patrimonio social, sino que precisamente pretende protegerlo, y tampoco supone una conducta abusiva por parte de los administradores para alterar el régimen de mayorías. Por último, el cuarto motivo que ofrece este autor es que no se cumplen los requisitos exigidos por parte de la jurisprudencia⁹⁶ para entender que existe asistencia financiera. Este motivo también es defendido por otra parte de la doctrina que enfatiza que los tribunales españoles únicamente tienden a sancionar la asistencia financiera en el supuesto en el que la misma sea el motivo para la realización del negocio jurídico de adquisición de las acciones⁹⁷.

Pese a que no existe una dilatada jurisprudencia en nuestro país acerca de la legalidad de las operaciones de reestructuración y refinanciación de la deuda de operaciones de LBO se puede entender que en estos supuestos los tribunales no la apreciarán ya que no se cumplen los requisitos que tradicionalmente vienen exigiendo para considerar que existe la misma. Por tanto, parece que los tribunales españoles seguirán el camino sentado por sus análogos ingleses en el caso *Brady v Brady*⁹⁸. En dicho caso, el *House of Lords* consideró que no existía violación de asistencia financiera en una operación de refinanciación de la deuda ya que para que la misma existiese era necesario que la financiación se produjese en un momento anterior o simultáneo al de adquisición de la sociedad⁹⁹. Además el *House of Lords* para defender la inexistencia de asistencia financiera señaló que dicha operación se había realizado de buena fe (“*good faith*”) y tenía un objetivo más amplio (“*larger purpose*”) que el de asistir financieramente a la sociedad adquirente. En España, en la Sentencia núm. 28/2015 de 19 febrero Juzgado de Primera Instancia núm. 8 de Zaragoza JUR 2015\204758 se señaló que la constitución de prenda que se impugnaba se constituyó años después (2005) de la

⁹⁶ Normalmente los requisitos exigidos por la jurisprudencia para entender que existe violación de asistencia financiera son los siguientes: a) La existencia de un negocio jurídico de financiación de la sociedad a un tercero b) Un negocio jurídico de adquisición de las acciones de la sociedad que concedió la financiación por parte del tercero que la recibió c) Conexión entre ambos negocios jurídicos. Véanse las Sentencias Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª) Sentencia núm. 413/2012 de 2 julio. RJ 2012\10124, Audiencia Provincial de Asturias (Sección 1ª) Sentencia núm. 242/2016 de 29 julio. JUR 2016\228864, Juzgado de Primera Instancia núm. 8 de Zaragoza Sentencia núm. 28/2015 de 19 febrero. JUR 2015\204758 entre otras.

⁹⁷ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE/ FERNÁNDEZ TORRES, *cit.*, p.21.

⁹⁸ Brady V Brady [1988] 2 All ER 617 HL Case.

⁹⁹ SMITH/SPENCER, “Financial Assistance under CA 2006” 993 Tax Journal, 2, 2009. p. 24.

adquisición de las acciones (2009 y 2015) y que, en todo caso la finalidad de las mismas era la refinanciación del préstamo previo “por lo que jamás pudieron incurrir en supuesto alguno de asistencia financiera”. Por tanto, podemos observar como la jurisprudencia considera que el nexo causal en las operaciones de refinanciación se encuentra tan difuminado que es muy difícil apreciar la existencia de asistencia financiera.

5. CRÍTICAS, PROPUESTAS DE REFORMA.

A lo largo del trabajo se ha dejado patente las deficiencias regulatorias que presenta el régimen de asistencia financiera en general y en específico para las operaciones de LBO. Por tanto, el objetivo de este apartado es realizar una crítica constructiva sobre la configuración regulatoria resumiendo en el primer apartado todas las deficiencias que se han percibido en los artículos 150 y 143 LSC. En el segundo apartado, se realizará una propuesta de cómo deberían de estar redactados los artículos de asistencia financiera para ofrecer una mayor seguridad jurídica a las operaciones de LBO. Por último, se realizará una conclusión en la que se expondrán las principales ideas expuestas en el trabajo así como la aportaciones del trabajo a la literatura académica sobre la cuestión.

5.1 Críticas

En este apartado se van a exponer las deficiencias que presentan los artículos de la LSC sobre asistencia financiera porque sobre el artículo 35 LME ya se ha realizado un análisis en profundidad.

Las deficiencias que presentan el artículo 143 y 150 LSC tienen su origen en la utilización del legislador tanto de conceptos no definidos legalmente así como por el empleo de cláusulas abiertas. En efecto, no existe una definición legal del concepto “anticipo de fondos”. Por otra parte, pese a que la regulación española define el concepto de préstamo y el de garantía los debates entorno a que negocios jurídicos que quedan encapsulados bajo dichos conceptos son muy frecuentes. En segundo lugar, el hecho de que ambos preceptos finalicen con la cláusula “ningún tipo de asistencia financiera” provoca que la enunciación de los anteriores negocios jurídicos a modo ejemplificativo resulte del todo innecesaria. En efecto, los preceptos que regulan la asistencia financiera se configuran como un *númerus apertus* de tal manera que aparece la controversia de los negocios jurídicos que deben de someterse a dicha prohibición. Es precisamente dicha cláusula bajo la cual, en el caso que se aprecie asistencia financiera prohibida, se subsumen los supuestos de LBO.

Tal y como señala parte de la doctrina los preceptos bajo los cuales se pueden incluir múltiples supuestos de hecho siempre llevan aparejada inseguridad jurídica y un

consecuente desarrollo jurisprudencial y doctrinal¹⁰⁰. No obstante, debido a que la principal fuente del derecho es la ley se debe de instar al legislador español a realizar una reforma para otorgar de seguridad jurídica a operaciones de una gran calado para el desarrollo económico del país como las operaciones de LBO. Además tal y como señala el artículo 1.6 CC la jurisprudencia nunca puede utilizarse como sustituto de la ley sino que su función es la de “complementar el ordenamiento jurídico”. En efecto, la función de la doctrina en sentido estricto es la de “homogenizar la aplicación de las leyes y uniformar los criterios de aplicación de las mismas”¹⁰¹. La jurisprudencia en este sentido ha intentado bien no apreciar la existencia de asistencia financiera en las operaciones de LBO, bien no sancionarlas con la nulidad radical. Desde nuestro punto de vista como las operaciones de LBO supondría un supuesto de asistencia financiera prohibida por la ley ya que el hecho de que parte del coste de la deuda sea asumido por la entidad adquirida constituye sin duda un financiación de esta hacia la adquirente para que la operación se pueda formalizar. Sin embargo, creemos que la finalidad del legislador al introducir este precepto no era la de sancionar estas operaciones ya que las mismas gozan de las suficientes exigencias legales para que los intereses de los acciones y acreedores sean salvaguardados. Esto es precisamente lo que opina tanto la doctrina mayoritaria como los tribunales españoles y de ahí la abundancia de la literatura para modificar el sentido de un precepto legal que suficientemente claro en favor del tráfico empresarial para facilitar este tipo de operaciones.

La segunda deficiencia de la regulación de asistencia financiera es que la misma se encuentra prohibida para las operaciones intragrupo en las sociedades limitadas pero no para el caso de las sociedades anónimas. Esto provoca problemas interpretativos que ni la jurisprudencia ni la doctrina no se han planteado en el caso en el que se realice una operación de LBO intragrupo en el que una sociedad sea anónima y otra sea limitada. Lo más probable es que los tribunales, al igual que para el resto de operaciones de LBO no impusiesen ninguna sanción en el caso en que apreciaran la existencia de asistencia financiera. En caso de apreciarla lo lógico es que los tribunales tuviesen en cuenta el tipo social de la sociedad que al final soportará el coste de la deuda, para considerar si dicha operación intragrupo estaría dentro del régimen para las sociedades anónimas o limitadas. Este tratamiento diferenciado para las sociedades limitadas y anónimas resulta criticable

¹⁰⁰ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE/ FERNÁNDEZ TORRES, *cit.*, p. 8.

¹⁰¹ RUIZ DE HUIDOBRO DE CARLOS, *cit.*, p.49.

ya que no existe ningún motivo que justifique dicha distinción. Tanto es así que la jurisprudencia ha optado por interpretar de manera flexible la prohibición de asistencia financiera intragrupo para las sociedades limitadas¹⁰². Ortiz Márquez en el comentario de la sentencia Audiencia Nacional de 25 de septiembre en el que se analizaba la operación de LBO intragrupo de sociedades limitadas considera que no existía violación de la prohibición de asistencia financiera ya que en todo caso el coste de la deuda sería asumido por la sociedad vehículo y no por la sociedad objetivo¹⁰³. Por tanto, se puede observar como existe homogenización de trato independientemente del tipo social con respecto de la asistencia financiera intragrupo a nivel jurisprudencial pero no a nivel legal.

5.2 Propuestas de Reforma e Implicaciones

Las deficiencias sobre la regulación del régimen de asistencia financiera hacen necesarias que se planteen reformas legislativas para subsanar las mismas. En este apartado se van a exponer las modificaciones que habría que realizar en sede de asistencia financiera tanto en la LSC como en la LME para eliminarlas y poder ofrecer un marco jurídico certero a las operaciones de LBO. Por otra parte, se analizará como dicha reforma permitiría que compras apalancadas no suscitasen controversias en torno a la aplicación de la interdicción del régimen de asistencia financiera.

En primer lugar, se van a exponer las modificaciones que se deberían introducir en la LSC para ofrecer seguridad jurídica a los LBO. Dicha reforma podría tomar una vertiente restrictiva, considerando que las transacciones de compra apalancada siempre suponen una violación de la interdicción de asistencia financiera o una vertiente flexibilizadora permitiendo las mismas bajo el régimen de asistencia financiera. Consideramos que la segunda vertiente es la apropiada y que por tanto la reforma debería de seguir dicho camino por tres motivos. El primero es el significativo volumen que representan dichas operaciones en el mercado del capital riesgo. El segundo es que los tribunales raras veces han aplicado la consecuencia que según la letra de la ley supondría en la violación de asistencia financiera para los LBO, esto es, la nulidad radical del

¹⁰² En Italia es reseñable el caso *Farmitalia Carlo Erba* en el cual existía una operación de LBO entre sociedades de distinto tipo social. El tribunal de Milán en dicho caso consideró que no existía vulneración de la prohibición de asistencia financiera ya que se trataba de una operación de transferencia de liquidez intragrupo y porque la sociedad objetivo no soportó el coste de la deuda.

¹⁰³ ORTIZ MÁRQUEZ, “La asistencia financiera intragrupo: Comentario a la sentencia de la Audiencia Nacional de 25 de septiembre de 2008”. *Revista de Derecho de Sociedades*, 1(34), 2010. pp.399-420.

artículo 6.3 CC. Por tanto, un régimen legal prohibitivo sobre asistencia financiera para los LBO contradeciría los esfuerzos que vienen realizando los tribunales para rebajar las consecuencias del quebrantamiento de dicha prohibición. En tercer lugar, la intención del legislador con la introducción de los mencionados preceptos era salvaguardar los intereses de los accionistas y acreedores de la sociedad que prestaba asistencia financiera para la adquisición de sus propias acciones. No obstante, las operaciones de LBO contienen las suficientes exigencias legales para impedir que los intereses de dichos grupos de interés se pongan en peligro. Es por ello que la jurisprudencia ha ido introduciendo criterios flexibilizadores para dichas operaciones. Una vez se ha determinado que la vertiente más adecuada es la flexibilizar las propuestas de reformas son las siguientes:

Una primera opción sería introducir en los artículos 143 LSC y 150 LSC un nuevo apartado a modo de excepción, junto con la de adquisición de acciones por parte de la sociedad de la empresa o por los bancos y entidades de crédito, en el que se indicase que las operaciones de LBO no suponen una violación de la interdicción de asistencia financiera. La redacción de dicha cláusula sería la siguiente:

“La prohibición establecida en el apartado primero no se aplicará a las operaciones de compra apalancada incluso cuando la sociedad adquirida asuma el cien por cien del coste de la deuda”.

Con esta fórmula se conseguiría mantener la prohibición general de asistencia financiera por lo que la integridad del capital social se conservaría intacto para el resto de las operaciones mientras se permitiría las compras apalancadas. Si bien esta opción ofrecería seguridad jurídica para las operaciones de LBO la inseguridad jurídica se mantendría con respecto a los negocios jurídicos que se podrían entender incluidos bajo el término “ningún tipo de asistencia financiera” como por ejemplo la opción de compra.

La segunda opción sería eliminar los mencionados artículos e introducir otro en el que se señalasen los requisitos que se deberían cumplir para que la asistencia financiera estuviese permitida en nuestro ordenamiento jurídico. Tras la aprobación de la Directiva 2006/68/UE esta es la opción que han adoptado países como Reino Unido . En efecto, en el Anteproyecto de LME se propuso la introducción de un artículo 33 cuya dicción era

prácticamente idéntica a la del artículo 25 de la Directiva 2012/30/UE. Esta segunda opción supondría la legalización de la asistencia financiera no solo para las operaciones de LBO sino también para el resto de negocios jurídicos. Por tanto, mientras se cumpliesen los requisitos mencionados en el apartado del artículo de nueva introducción las operaciones de LBO no supondrían una violación del régimen de asistencia financiera. No obstante, el problema de dicha reforma legislativa es que los adicionales requisitos dificultaría el tráfico empresarial de las operaciones de LBO.

En cualquiera de las dos opciones expuestas anteriormente el artículo 35 LME sería del todo innecesario ya que ya fuese por vía de la excepción o por una admisibilidad general del régimen de asistencia financiera las operaciones de *merger* LBO estarían permitidas en nuestro ordenamiento jurídico. En efecto, lo que trataba el legislador al introducir el precepto 35 LME era flexibilizar el régimen de asistencia financiera para las operaciones de LBO. Esto se puede observar leyendo la exposición de motivos así como en la enmienda número ochenta introducida por el Grupo Parlamentario Catalán (*Convergència i Unió*) en la que se señala el artículo 35 “se trata de una segunda regla particular para permitir las compras apalancadas”. El artículo 35 se trata por tanto de “una suerte de protección parcial indirecta ante la asistencia financiera mediante la regulación de un supuesto concreto de fusión”¹⁰⁴. No obstante, como ya se ha señalado en un apartado anterior pese a que la finalidad del legislador es importante a la hora de interpretar las leyes no se puede traicionar la dicción de la misma de tal manera que se puede considerar que el artículo 35 LME es totalmente inútil a la hora de flexibilizar el régimen de asistencia financiera.

Consideramos que la opción más acertada sería la regulación de las operaciones de LBO por vía de la excepción por dos motivos. En primer lugar, pese a que se mantendría el *numerus apertus* de los negocios jurídicos que se considerarían que constituyen asistencia financiera al introducir la excepción para los LBO el número de negocios jurídicos que subsumirían bajo la cláusula “ningún tipo de asistencia financiera” se reduciría de manera considerable. En efecto esa cláusula de cierre era que los tribunales utilizaban para considerar que las operaciones de *merger* LBO eran un artificio para evitar la prohibición. Al disminuir el número de negocios jurídicos que se

¹⁰⁴YUSTE, *cit.*, p.8.

subsumirían en una cláusula abierta se reduciría también la inseguridad jurídica que la misma crea. En segundo lugar, la vía de la excepción para los LBO permitiría a las empresas ahorrarse los costes que supondría cumplir con las exigencias procedimentales para evitar violar la prohibición de asistencia financiera en el caso en que esta fuese admitida con carácter general. Es más, si la asistencia financiera fuese admitida con carácter general, dicha vía presentaría el mismo problema que el artículo 35 LME, esto es, incremento de los tramites burocráticos administrativos para cumplir con las exigencias legales, siendo dichos trámites totalmente innecesarios al estar dotadas las operaciones de LBO de los suficientes mecanismos para proteger los intereses de los accionistas y acreedores.

CONCLUSIÓN

En conclusión en este trabajo se ha dejado patente como la regulación en torno a la asistencia financiera ha ido evolucionando conforme lo hacían las necesidades económicas de cada país. Un ejemplo de ello fue el endurecimiento de la regulación en Reino Unido con la introducción del artículo 45 en el *Companies Act* de 1929 bajo la cual se entendían que las operaciones de LBO violaban la prohibición de asistencia financiera al entender que las mismas eran perjudiciales para la economía.

No obstante, pese a que el objetivo de la regulación sobre asistencia financiera es la protección del capital social, la normativa española presenta numerosas deficiencias que provocan que dicha protección sea limitada en algunos casos y excesiva en otros. Dichas carencias se deben a la utilización de conceptos jurídicos no definidos legalmente y a la negativa del legislador de optar por el régimen de admisibilidad general de asistencia financiera propuesto por la Directiva 2006/68/UE. Una de las principales dificultades ante la que se encuentran los tribunales a la hora de aplicar el régimen de asistencia financiera es la determinación de las operaciones de LBO suponen una violación de dicho régimen. En efecto, las operaciones de LBO se trataría de un supuesto en el que los efectos de la prohibición sobre asistencia financiera se aplican con exceso para la protección del capital social. Así lo entiende nuestra reiterada jurisprudencia al señalar que las operaciones de LBO ya cuentan con las garantías suficientes para la protección de la integridad del capital de la sociedad adquirida por lo que considerar que dichas operaciones violan el régimen de asistencia financiera no tendría sentido. Esta interpretación jurisprudencial viene avalada en parte por la relevancia de dichas operaciones en la economía de nuestro país. Sin embargo, no se puede defraudar el espíritu de la ley y el hecho de que la sociedad adquirida soporte el coste de la deuda supone un tipo de asistencia financiera prohibida por la ley. Por ello, en los casos de LBO en los que los tribunales han apreciado la existencia de asistencia financiera se ha intentado limitar las consecuencias de la contravención de la prohibición a la responsabilidad civil y administrativa de los administradores sociales.

Esta situación motivó al legislador a tratar de regular este tipo de operación con la introducción del artículo 35 de la LME. En principio, dicho artículo estaba ideado para excepcionar la prohibición de asistencia financiera a los *merger* LBO. Sin embargo, realizando una lectura de la dicción literal del artículo lo único que se añade a la

regulación preexistente son los requisitos adicionales con los que se tiene que cumplir dichas transacciones dejando la tarea de determinar si existe asistencia financiera al informe de los expertos. Por tanto, pese a que para la mayor parte de la doctrina considera que dicho artículo supone la legalización de las operaciones de *merger LBO*, desde nuestro punto de vista dicho artículo no resuelve la duda de si en las mismas se produce una violación de asistencia financiera. Es más, en nuestra opinión, aumenta los trámites administrativos de los LBO dificultando la realización de las mismas.

Por tanto, deviene necesario una reforma legislativa sobre la regulación de asistencia financiera en general y en concreto para las operaciones de LBO. A nuestro juicio, la introducción de un apartado en los artículos 143 y 150 LSC exceptuando la aplicación del régimen de asistencia financiera a las operaciones de LBO sería la solución más viable ya que aportaría seguridad jurídica a las entidades de capital riesgo para promover la realización de las mismas y despejaría las dudas doctrinales y jurisprudenciales en torno a la cuestión. A pesar de ello, no existe a día de hoy ningún proyecto de ley para modificar ni la LSC ni la LME. En consecuencia, parece que las disputas doctrinales seguirán presentes y que los tribunales continuarán aplicando los mismos criterios interpretativos para considerar la existencia de asistencia financiera en las operaciones de LBO. Sin embargo, el crecimiento económico que experimentará España en los próximos años¹⁰⁵ es probable que provoque un aumento del número de fusiones y adquisiciones y con ello de operaciones de LBO lo que forzaría al legislador a plantearse una reforma para admitir la legalidad de las mismas bajo el régimen de asistencia financiera.

¹⁰⁵ Las previsiones del FMI es que el PIB crecerá en España un 2,2%.

BIBLIOGRAFÍA

FUENTES PRIMARIAS

A) Legislación

- **Comunitaria**

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

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

Directiva 2012/30/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 25 de octubre de 2012 tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los estados miembros a las sociedades, definidas en el artículo 54, párrafo segundo, del tratado de funcionamiento de la Unión Europea, con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital

- **Española**

Real Decreto de 24 de julio de 1889, texto de la edición del Código Civil mandada publicar en cumplimiento de la Ley de 26 de mayo último. (Gaceta de 25 de Julio de 1889)

Constitución Española, 1978.(BOE 29 de diciembre de 1978)

Real Decreto 1382/1985, de 1 de agosto (RCL 1985, 2011, 2156) , por el que se regula la relación laboral de carácter especial del personal de alta dirección. (BOE 12 de agosto de 1985)

Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio (RCL 1986, 2109) , sobre Adaptación del Derecho vigente en materia de Entidades de Crédito al de las Comunidades Europeas. (BOE 30 de junio de 1986)

Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal.(BOE 24 de noviembre de 1995)

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

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

Ley de 17/2014, de 30 de septiembre, por la que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial. (BOE 1 de octubre de 2014)

- **Inglesa**

Green Committee de 1927

Companies Act de 1929

The Report of the Committee on Company Law Amendment (1945)-Cohen Committee

Companies Act de 1948

Report of the Company Law Committee (Cmnd. 1749 (1961/1962)).(Jenkins Committee)

Companies Act de 1981

- **Italiana**

R.D. 16 marzo 1942, n. 262 Approvazione del testo del Codice Civile

B) Jurisprudencia

INGLESA

Trevor v. Whitworth (1887) 12 App. Cas. 409, H. L.

House of Lords, 1887, 12 App. Cas. 409, HL

Belmont Finance Corporation v Williams Furniture (No 2) [1980] ALL ER 393

Brady V Brady [1988] 2 All ER 617 HL Case

ITALIANA

Tribunal de Milán, 13 de Mayo de 1999 (Caso Trenno)

Manifattura di Courgene

Farmitalia Carlo Erba

ESPAÑOLA

Tribunal Supremo

STS (Sala de lo Social) de 21 de enero de 1991 (RJ 1991, 65)

STS (Sala de lo Social) de 22 de diciembre de 1994 (RJ 1994, 10221)

STS (Sala de lo Social) de 6 de febrero de 1997 (RJ 1997, 1001)

STS de 27 de enero de 1999 (RJ 1999, 325)

STS de 19 de junio de 2009 (RJ 2009,4449)

STS (Sala de lo Civil) de 20 de julio de 2010 (RJ 2010, 6563)

STS (Sala de lo Civil, Sección 1ª) Sentencia núm.413/2012 de 2 de julio (RJ 2012\10124)

Audiencia Provincial

SAP de Córdoba de 23 de diciembre de 2009 (que es confirmada por la Sentencia del Tribunal Supremo de 9 de diciembre de 2012)

SAP de Madrid de 28 de octubre de 2000.

SAP de Asturias (Sección 1ª) Sentencia núm. 242/2016 de 29 julio. [JUR 2016\228864.

Tribunales de Instancia

SJPI núm. 8 de Zaragoza, núm. 28/2015 de 19 febrero, FJ 2º (JUR 2015\204758)

Audiencia Nacional

Sentencias de la Audiencia Nacional (Sala Contencioso-Administrativo) de 25 de septiembre de 2008

Sentencia de 25 de abril de 2012, dictada por la Sala de lo Contencioso-Administrativo (Sección 6ª) de la Audiencia Nacional (JUR2012152879)

C) Informes

- Informe de Actividad Capital Privado en España, Venture Capital & Private Equity in Spain, Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión, 2016.pp 1-64.
- La refinanciación y reestructuración de la deuda empresarial: una perspectiva supervisora. *Asociación para el Progreso de la Dirección, Banco de España*. (10 de junio de 2014).pp 1-8.
- Ministerio de Justicia, borrador de fecha 14-6-2007
- Texto del Diario de Sesiones del Congreso de los Diputados (DSCD) nº 163, intervención del Sr. De la Rocha Rubí, p. 11.
- “Off Piste- Negotiating European LBO Debt Mountain” *Linklaters*. pp. 26.

FUENTES SECUNDARIAS

Artículos Académicos

- ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, “Fusión apalancada y asistencia financiera: el Art 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales”, en *El notario del Siglo XXI*, marzo-abril 2010/nº 30, pp.119-156.
- AMIGO, “Instituciones de Derecho Civil. I. Parte General.” *Revista de Derecho Privado*, 1979, pp. 883.

- AZNAR, “La prohibición general de asistencia financiera del artículo 81.1 LSA en las operaciones apalancadas. A propósito del Auto de la Sección 28ª de la Audiencia Provincial de Madrid de 9 de enero de 2007”. *Revista de Derecho de Sociedades*, 1(28), 2007, pp. 371-379.
- AZNAR, “Contenido y alcance del informe del experto independiente en las fusiones apalancadas del art. 35 LME”. *Revista de derecho de sociedades*, (35). 2010, pp. 211-23.
- AZOFRA, “El Informe Winter sobre modernización del derecho societario en Europa”. *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, (4), 2003, pp. 31-44.
- BAYÓN/BENAZERRAF “Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas.” Trabajo publicado en *Aranzadi civil-mercantil. Revista doctrinal*, No 3, Vol. 2, 2013, pp. 69-104.
- BAYONA GIMÉNEZ, “La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias”, Monografía de la Revista de Derecho de Sociedades, No 19. 2002, pp. 39-206.
- BROSIUS, “Die finanzielle Unterstützung des Erwerbs eigener Aktien. § 71a AktG im Gesamtgefüge des Kapitalerhaltungsrechts, Carl Heymann, Köln, 2011, [non vidi citado por GIMENO RIBES, “La fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente (Análisis del art. 35 LME)”. Director EMIB IRUJO, Tesis Doctoral, Departamento Mercantil Manuel Broseta Pont, Universidad de Valencia 2015].
- CARRETERO PIRES, “Prohibición de asistencia financiera: concepto y aplicación a operaciones de adquisición apalancadas”. Anuario de la Facultad de Derecho, Universidad de Alcalá I, 2008, pp. 409-433.
- CODERCH *et al*, “Autonomía privada, fraude de ley e interpretación de los negocios jurídicos.” *Indret: Revista para el Análisis del Derecho*, (3) nº 229 Barcelona, 2004, pp. 34.
- DE ÁNGEL YAGUEZ en “Comentario al art. 1740”, en PAZ-ARES (dir.), Comentario al Código Civil, Ministerio de Justicia-Centro de Publicaciones, Madrid, 1991, pp. 1600-1603.
- DEREN, “LBO : gestion des risques et flexibilité des structurations juridiques, en La semaine juridique Entreprise et Affaires”, nº 23, 4 junio 2010.
- ERLAIZ COTELO “Las operaciones de Leveraged Buy Out”, en ÁLVAREZ

ARJONA, (Dir.)/ ERLAIZ COTELO, (Coord.), *Capital Riesgo (private equity)*: aspectos regulatorios, mercantiles, financieros, fiscales y laborales, Cizur Menor, Aranzadi, 2006. pp. 542-545 [citado por GIMENO RIBES, “La fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente (Análisis del art. 35 LME)”. Director EMIB IRUJO, Tesis Doctoral, Departamento Mercantil Manuel Broseta Pont, Universidad de Valencia 2015. p. 32.]

- ERLAIZ *et al*, 2009 “La asistencia financiera en las operaciones de LBO: El nuevo artículo 35 de la Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles” *Revista Gómez Acebo & Pombo*, pp.4.
- FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, “La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones como obstáculo a ciertas compras apalancadas de empresas, o leveraged buy outs.” Publicación: *Revista de Derecho Mercantil* num.232 parte Estudios Editorial Civitas, SA, Pamplona, 1999, pp. 577-644.
- GIMENO RIBES, “La fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente”.(Análisis del art. 35 LME). Director EMIB IRUJO, Tesis Doctoral, Departamento Mercantil Manuel Broseta Pont, Universidad de Valencia, 2015, p.67.
- GIRBAU PEDRAGOSA, “Cuestiones sobre la fusión societaria en la Ley de modificaciones estructurales.” *Revista de Derecho de Sociedades*, 2(33), 2009 pp, 159-171.
- GONZÁLEZ-MOREJÓN, “La asistencia financiera en operaciones de refinanciación y reestructuración de deuda.” *Diario La Ley*, (8509) 2015.p 3.
- INSTONE, “Section 54 and All That”, *JBL*, núm. 24, 1980.
- LEDESMA, “Propuesta de modificación de la 2ª Directiva de sociedades relativa a la constitución de la Sociedad Anónima y al mantenimiento y modificación de su capital” en *RdS* nº 24, 2005, pp 511 y ss.
- MANZANO, “La evolución de las operaciones de leveraged buy out y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera”. *Revista de Estabilidad Financiera*, 2007, pp.35-52.
- MORALEJO MENÉNDEZ, “Comentario al art. 150 LSC”, en ROJO y BELTRÁN (Coords.), *Comentarios a la Ley de Sociedades de Capital*, Pamplona, 2011, pp. 1152-1153.
- MORANO, “Liceità o illiceità del leveraged buy-out?”, *Le Società*, núm. 6, 2000,

pp. 885-893.

- ORTIZ MÁRQUEZ, “La asistencia financiera intragrupo: Comentario a la sentencia de la Audiencia Nacional de 25 de septiembre de 2008.” *Revista de Derecho de Sociedades*, 1(34), 2010, pp.399-420.
- PAZ-ARES/PERDICES HUETOS. “Los negocios sobre las propias acciones” en URÍA, MENÉNDEZ y OLIVENCIA (Dirs.), Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles, Tomo IV, vol. 2º B, Madrid, 2003, pp. 494 y ss.
- QUESADA-LÓPEZ, “Dictamen jurídico sobre asistencia financiera” Universidad de Jaén, Centro de Estudios de Postgrado, 2015, pp 1-54.
- RONCERO SÁNCHEZ, “Fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento del adquirente”, en AA.VV., *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Vol. I, Thomson-Reuters, Madrid, 2009, pp. 721-76.
- RONCERO SÁNCHEZ, “Ámbito de la exigencia del informe de expertos independientes en caso de fusiones posteriores a adquisiciones apalancadas”. *RdS*, 35, 2010, pp. 257 y ss.
- SÁENZ DE SANTA MARÍA, y SOTOMAYOR, “Refinanciación de empresas en crisis.” *Actualidad Jurídica*, 22(1), 2009, pp.13-19.
- SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE/ FERNÁNDEZ TORRES, “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (oportunidad y acierto del art. 35 LME).” Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense de Madrid, 2011, pp.1-49.
- SÁNCHEZ, “Fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento del adquirente.” 2009 En *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*. pp, 721-766.
- SANTELLA/TURRINE, “Capital Maintenance in the EU: Is the Second Company Law Directive Really That Restrictive?” *EBOR*, núm. 9, 2008, pp. 427-461.
- SMITH/SPENCER S. “Financial Assistance under CA 2006” *993 Tax Journal*, 2, 2009.p.24.
- TROCHU, “Les LBO face á la crise ”, *RDAI/IBLJ* nº 4, 2010, pp. 331 y ss.
- VARGAS VASSEROT, “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. Getafe: Universidad Carlos III de Madrid, 2015, pp. 967-988.

- YUSTE, “El impacto de la Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles en la financiación de adquisiciones apalancadas.” Revista española de Capital Riesgo, nº 4, 2009, pp. 1-21.

Libros

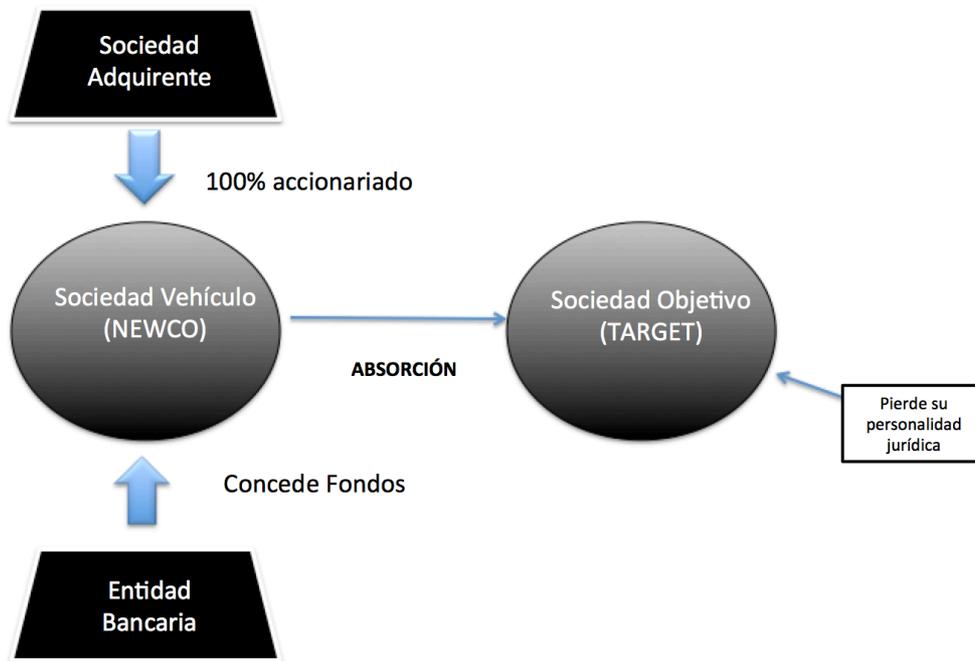
- BAYONA GIMÉNEZ cita a DÍEZ-PICAZO y GULLÓN, Sistema de Derecho Civil, cit., p. 453 y sigs. y a JIMÉNEZ DE PARGA, “El préstamo con garantía de título representativo de mercancías depositadas”, Revista de Derecho Mercantil, Nº 116, 1970, pp. 233-261.
- DEMARIA/ESPUNY. *Private Equity: Introducción a la financiación privada de las empresas (capital riesgo, capital expansión, LBO y turnaround)*. Profit Editorial, 2016.
- DOÑA, *Ingeniería corporativa con acciones propias y cruzadas (Comentario sistemático de los artículos 74-89 TRLSA)*, Monográfico del Consejo General del Notariado, Madrid, 2005, pp. 156-157.
- HERZEL/SHEPRO, *Bidders & Targets-Mergers and acquisitions in the US*, Massachusetts, Oxford, 1990.
- KEYNES, *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Fondo de cultura económica, 1965, pp 319.
- MONTALENTI, *Il Leveraged Buyout*, Milano, Giuffrè, 1991, p.18.
- PAZ-ARES, “Negocios sobre las propias acciones” en *La reforma del derecho español de derecho de sociedades de capital*, AA.VV, Madrid, 1987, pp. 601.
- PICONE, *Orientamenti giurisprudenziali e profile operative del leveraged buy out, cit.*, Milano, 2001 Giuffè. RUIZ DE HUIDOBRO DE CARLOS,. *Manual de Derecho Civil. Parte General*. Dykinson, Madrid, 2008, p.528.
- VAQUERIZO ALONSO, *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*”, 2003, Civitas Ediciones, Madrid. pp. 577.
- VÁZQUEZ CUETO, *Régimen jurídico de la autocartera*, Marcial Pons, Madrid, 1995.pp.568-567.
- VICENT-CHULIÁ, *Introducción al Derecho Mercantil*, Valencia, 2005, pp.342-344.

Páginas web

- TREHAN, *The History Of Leveraged Buyouts*. Diciembre 4, 2006. Obtenida el 4 de febrero 2017 de <http://www.4hoteliers.com/features/article/1757>
- GOMEZ MARTÍN.ARAGÓN Collateralised debt obligation. Obtenida el 15 de enero de 2017 de <http://www.expansion.com/diccionario-economico/collateralised-debt-obligation.html>
- FRAILE ESCRIBANO, “¿Sabemos que es la asistencia financiera?”. *Notaría Abierta* 2016. Obtenida el 5 de febrero de 2017 de <http://www.notariabierta.es/sabemos-la-asistencia-financiera>
- SÁNCHEZ-CALERO GUILIARTE, “Asistencia financiera: los elementos que justifican su sanción administrativa”, 2012. Obtenida el 20 de enero de 2017 de <http://jsanchezcalero.com/asistencia-financiera-los-elementos-que-justifican-su-sancion-administrativa/>
- Consulta del artículo IV de 2014 con España, 27 de Mayo de 2014 , Fondo Monetario Internacional. Obtenida el 20 de enero de 2017 de <https://www.imf.org/es/News/Articles/2015/09/28/04/52/mcs052714>

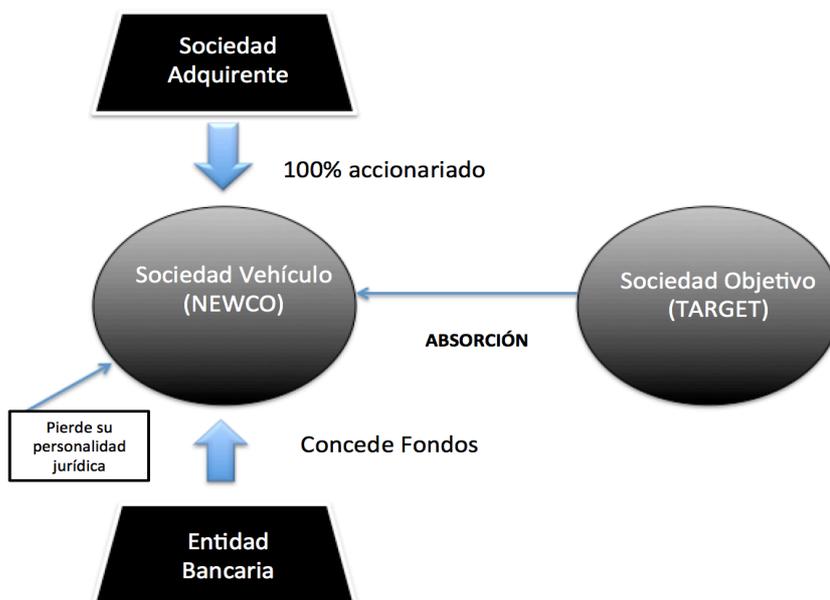
ANEXO: ESTRUCTURA DE LOS MERGER LBO

Estructura de un *Forward Merger Leverage Buyout*



Fuente: Elaboración propia

Estructura de un *Reversed Merger Leverage Buyout*



Fuente: Elaboración propia