



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

El Nuevo Régimen de Deducibilidad Fiscal
de la Carga Financiera en el Entorno de las
Operaciones de “Leveraged Buy-Out” o
Compras de Acciones Financiadas con
Deuda

Autor: Jan Bueno Friedrich

5º E-3 A

Derecho Mercantil

Tutor: Bruno Martín Baumeister

Madrid

Abril 2019

Resumen:

Las fusiones apalancadas han sufrido un constante incremento en los últimos años, alcanzando su auge en los años anteriores a la crisis del 2008, siendo una estructura utilizada de forma frecuente por el capital riesgo como forma de articular las adquisiciones apalancadas. Sin embargo, se ha dudado de forma fehaciente de su licitud debido a su contraposición con la prohibición de asistencia financiera, dudas que no se disiparon tras la promulgación de la Ley de Modificaciones Estructurales, en concreto de su artículo 35. Asimismo, la reforma acaecida en 2015 de la Ley del Impuesto sobre Sociedades ha establecido un nuevo marco fiscal al que se deben atener este tipo de operaciones. El presente trabajo tiene como objetivo tanto determinar el alcance de la prohibición de asistencia financiera, como el análisis de la aplicación del artículo 35 LME y la eficacia de la reforma fiscal con lo que a las fusiones apalancadas respecta.

Palabras clave: fusión apalancada, Leveraged Buy-out, prohibición de asistencia financiera, artículo 35 Ley de Modificaciones Estructurales, artículo 16.5 Ley sobre el Impuesto de Sociedades.

Abstract

Leveraged Buy-outs have suffered a constant increase during the last years, reaching an all-time high during the years prior to the 2008 financial crisis. Typically used by Private Equity firms, Leveraged Buy-outs constitute a frequent way of structuring leveraged acquisitions. However, they have recently been subject to wide-spread criticism regarding their legality due to the contrast between them and the prohibition of financial assistance, doubts that were not dissipated with the issuance of the Law on Structural Modifications, specifically article 35. Moreover, the recent reform regarding the Law on Corporate Tax has created a new fiscal framework for these transactions. This paper's objective is to determine the scope of the prohibition of financial assistance, the limits of article 35 and the effectiveness of the fiscal reform regarding Leveraged Buy-outs.

Keywords: leveraged acquisition, Leveraged Buy-out, prohibition of financial assistance, article 35 Structural Modifications Law, article 16.5 Law on Corporate Tax.

LISTADO DE ABREVIATURAS

SAP: Sentencia de la Audiencia Provincial

CC: Código Civil

BOE: Boletín Oficial del Estado

LME: Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (BOE núm. 82, de 04/04/2009).

LIS: Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades (BOE núm. 288, de 28/11/2014).

LSC: Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (BOE núm. 161, de 3 de julio de 2010, páginas 58472 a 58594).

LSRL: Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada

cit.: citado

LBO: Leveraged Buy-out

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

DGT: Dirección General de Tributos

BEPS: Base Erosion and Profit Shifting

EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amrotization

p.: página

pp.: páginas

ss.: siguientes

ÍNDICE

1. Introducción.....	6
2. Concepto de LBO y características.....	8
3. Prohibición de la Asistencia Financiera.....	11
3.1 Orígenes.....	11
3.2 Regulación en España.....	13
3.3 Excepciones.....	17
3.4 Consecuencias del incumplimiento.....	20
3.4.1 Efectos sobre los negocios jurídicos.....	20
3.4.2 Efectos sobre administradores.....	21
4 Leveraged Buy-Outs en el marco de la prohibición de asistencia financiera.....	22
4.1 El artículo 35 LME.....	23
4.2 Prohibición de Asistencia Financiera y Operaciones LBO.....	28
5 Deducibilidad Fiscal de la Carga Financiera en las LBO.....	30
6 Conclusiones.....	37
6.1 De la regulación de las LBO:.....	37
6.2 De la prohibición de asistencia financiera:.....	37
6.3 Del artículo 35 LME:.....	38
6.4 De la normativa fiscal contenida en la LIS:.....	39
7. Bibliografía:.....	40
7.1 Legislación:.....	40
7.2 Jurisprudencia:.....	40
7.3 Obras Doctrinales.....	40

1. INTRODUCCIÓN

Las Leveraged Buy-Out surgieron en los Estados Unidos de América a mediados del siglo pasado. Cobraron especial auge en los años 80 y tras varios escándalos relacionados con este tipo de operaciones, resurgieron en los 90. Es a comienzos del siglo XXI cuando, tanto en España como en los países de nuestro entorno, se produce un auge del mercado de fusiones y adquisiciones, creciendo tanto en cuanto al número de operaciones como en cuanto a la complejidad de las mismas. Las firmas de Private Equity, en su búsqueda por incrementar su rentabilidad durante una época caracterizada por unos tipos de interés excepcionalmente bajos, y en su afán por expandir el mercado de transferencia de riesgos¹, probablemente fueron las mayores causantes de esa situación. Es en este mercado, en el que concurría una liquidez sin precedentes, en el que se favorecen las adquisiciones apalancadas, como las LBO. Con todo, el capital riesgo en nuestro país no había llegado a tener la fuerza de otras economías, que se encontraban en un nivel superior de desarrollo. Nuestro ordenamiento aplicable suponía una barrera para este tipo de operaciones, generando obstáculos, los cuales no se encontraban en las economías de nuestro entorno. Un ejemplo de estos obstáculos es la prohibición de asistencia financiera, todavía vigente, la cual “*choca frontalmente con la lógica económico-financiera de las adquisiciones apalancadas*”².

Una economía crecientemente especulativa, particularmente en los últimos años del siglo XX, produjo un excesivamente rápido crecimiento del valor de las empresas vinculadas a las nuevas tecnologías y a Internet y muchas de ellas acabaron en la quiebra. La conjunción del rapidísimo incremento en el valor de las acciones de estas empresas, la disponibilidad de capital riesgo y la especulación crearon un caldo de cultivo para lo que se dio en la “burbuja.com” como consecuencia de las inevitables operaciones de reestructuración, fusiones, adquisiciones, despidos y cierres de gran número de estas empresas que, al alcanzar una valoración bursátil exponencialmente creciente, atraían el interés de inversores que buscaban la revalorización de sus inversiones sin anticipar que la burbuja se desinflaría y los capitales huirían casi tan rápidamente como habían venido

¹ Manzano Frías, M.C., “La evolución de las operaciones de leveraged buy out y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera”, *Estabilidad financiera*, 13, 2007

² Serrano Acitores, A. (2012) *El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo* (Tesis doctoral). Facultad de Derecho de la Universidad Rey Juan Carlos, Madrid. p.1

al comprobar el mercado la sobrevaloración que se había concedido a esos valores, y ello, a pesar de que varios expertos economistas ya habían anunciado la caída desde 1997.

En una operación de Leveraged Buy-Out, se trata, en principio, de la adquisición de una sociedad, o de una unidad de negocio (generalmente tras otra una operación de “*spin-off*”) por parte de un inversor que, sin invertir su propio capital (o de hacerlo en un porcentaje muy escaso), recurre en gran medida al endeudamiento para financiar la compra, deuda que se repagará con cargo a los flujos de caja futuros que se espera obtener de la sociedad o unidad de negocio adquirida. Este esquema, que se ha utilizado tanto para permitir la adquisición de empresas o unidades de negocio de gran envergadura como también para la exclusión de competidores del mercado, funciona mejor en empresas maduras, estables, con baja dependencia de los ciclos del mercado y que, seguramente esto sea el punto más importante, tengan un flujo de caja futuro predecible³. Ello nos lleva al siguiente elemento crucial para el éxito de estas operaciones: la elaboración de un Plan de Negocio (incluyendo análisis de todos los estados financieros, intereses calendarios de deuda, cálculo de la TIR, análisis de sensibilidad y de mercado son algunos de los elementos necesarios) y el establecimiento de los controles necesarios, tanto de gestión, como de vigilancia y corrección de posibles desviaciones de dicho Plan de Negocio. En función del Plan de Negocio, los gerentes podrán tomar las decisiones oportunas para obtener la financiación necesaria para la adquisición. Pero no olvidemos que otro de los elementos clave que hemos citado es que la inversión se basa en los flujos de caja futuros que *se espera* obtener. De ello dependerá el éxito o el fracaso de la operación.

En este estudio haremos especial mención sobre la deducibilidad fiscal de la carga financiera teniendo en cuenta las recomendaciones de organismos internacionales, principalmente orientadas a evitar el traslado de bases imponibles al extranjero y las limitaciones introducidas por el legislador para reducirlas, reflejadas en la reciente reforma producida en 2015 relativa a la restricción en caso de deudas contraídas para la adquisición de participaciones, tal y como veremos en el capítulo 5 del presente estudio. En este punto, explicaremos nuestra opinión sobre la penalización de operaciones con endeudamiento en el marco de la adquisición de sociedades.

³ Leveraged buy outs, *cit.*

2. CONCEPTO DE LBO Y CARACTERÍSTICAS

Como decíamos, el auge de las operaciones de fusiones y adquisiciones se vería muy reducido con la crisis de económica de 2008. Sin embargo, muchas de las prácticas popularizadas durante esa época continúan en uso en la actualidad, siendo las LBO un ejemplo paradigmático de estas operaciones.

Las operaciones financieras denominadas LBO constituyen una modalidad de adquisición de sociedades que se caracteriza por el alto nivel de endeudamiento que además habrá de ser satisfecho por la empresa o unidad de negocio adquirida. Con frecuencia son utilizadas por fondos de inversión – donde cobran especial relevancia las firmas de Private Equity – la propia dirección de la empresa, o incluso por otras entidades o corporaciones.⁴

El objetivo de la operación reside en crear valor a largo plazo, utilizando como impulsores de valor el precio de adquisición, y posteriormente de venta de la empresa absorbida, comúnmente denominada *Target*. Son destacables este tipo de adquisiciones por su carácter apalancado, lo cual supone que la operación se financia de forma mayoritaria con deuda, y el hecho de que esa deuda se saldará con cargo a los flujos de caja futuros a obtener por la *Target*. Por ello, es la misma empresa adquirida la que, a efectos prácticos, financia su propia venta, ya que la deuda contraída con ese objetivo se traslada a su pasivo, hasta el punto de ofrecer como garantía de pago los activos y la generación de flujos de caja de la empresa adquirida, en lugar de la solvencia económica de la empresa adquirente⁵. Se trata de una figura jurídicamente atípica, careciendo la misma de una regulación que contenga una definición de la misma.⁶

Siguiendo con lo establecido anteriormente, la principal característica de estas operaciones es su alto grado de endeudamiento, correspondiente no sólo a la cantidad de deuda necesaria para financiarlas sino también por la proporción de fondos que provienen de fuentes ajenas a la sociedad adquirente en comparación con los recursos propios.

⁴ Leveraged buy outs, *cit.*

⁵ Fernández Fernández, MC., “La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones como obstáculo a ciertas compras apalancadas de empresas, o leveraged buy-outs”, *Revista de Derecho Mercantil*, N° 232, pp. 578 y siguientes

⁶ Hernández Bengoa, A., & Ruiz-Gallardón, A. “Leveraged buy outs.” Serrano Acitores, A. (coord.), Saavedra Ortiz, J.J. (coord.), *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*. Editorial Bosch, Barcelona, 2011.

Observamos una tendencia reciente de incrementar la proporción de recursos propios utilizados en éste de tipo de operaciones, ya que con anterioridad a la crisis no existían las limitaciones crediticias propias del entorno financiero actual. Así, las proporciones típicas anteriores a la crisis rondaban las cifras de entre un 10% y un 20% de fondos propios frente a entre un 90% y un 80% de fondos ajenos a la entidad⁷. Es decir, el apalancamiento resulta debido a que el precio de la empresa – en su parte correspondiente a la financiada con deuda – no se satisface con los fondos actuales de la sociedad adquiriente, sino que son los flujos de caja futuros de las sociedad adquirida los que realizarán esa tarea. Por tanto, para que estas operaciones sean exitosas es imperativo que la empresa opere con normalidad, con el objetivo de generar esos flujos de caja. Es cuando no se logran los flujos de caja proyectados por el Plan de Negocio y cuando los costes financieros asociados a la deuda (costes que recaen sobre la *Target*) resultan demasiado elevados que la misma sufre de diversos efectos negativos, pudiendo llegar a verse abocada a procesos concursales. De ahí que, de forma irónica, se haya denominado en ciertas ocasiones a las LBO como *Large Bankruptcy Opportunity*.⁸ Dicha denominación ha ganado cierta fuerza debido a la reciente crisis y al incesante incremento de operaciones LBO que resultaban en dichas situaciones de concurso, llegando incluso a porcentajes cercanos al 50% de insolvencia posterior a las mismas en ciertos países.⁹ Sin embargo, y pese a estos datos, este tipo de operaciones en muchas ocasiones también goza de un carácter positivo para los acreedores y socios debido a los numerosos efectos que resultan de las mismas, como puede ser la mayor eficacia de gestión¹⁰, con la consiguiente mejora de su rendimiento comercial y económico.

A este respecto, este tipo de operaciones persigue una serie de beneficios¹¹. En primer lugar, al adquirir la *Target* con fondos provenientes de otras entidades, se reduce el capital total invertido, incrementando así la tasa de retorno final de la operación. En segundo lugar, el hecho de que un solo inversor tenga control sobre una cantidad significativa de

⁷ Leveraged buy outs, *cit.*

⁸ Llavínés Castells, J., “LBO, el método que lleva a la bancarrota”, *El Economista*, 25 de febrero de 2016. (disponible en <https://www.eleconomista.es/firmas/noticias/7376125/02/16/LBO-el-metodo-que-lleva-a-la-bancarrota.html>; última consulta 5/04/2019)

⁹ Roncero Sánchez, A., “Ámbito de la exigencia del informe de expertos independientes en caso de fusiones posteriores a adquisiciones apalancadas”. *Revista de Derecho de Sociedades*, nº 35, 2010, p. 258

¹⁰ *Ámbito de la exigencia del informe de expertos independientes en caso de fusiones posteriores a adquisiciones apalancadas cit.* p 259.

¹¹ Sanz Bayón, P., & Palomero Benazerraf, A. (2013). Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas. *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil*.

los títulos supone la reducción de los costes de agencia ya que induce a la empresa a operar con un nivel mayor de eficiencia¹². Asimismo, como se verá más adelante, las fusiones apalancadas muestran una serie de beneficios fiscales para la sociedad adquirida, ya que ésta ve mermada su carga fiscal, siendo deducibles los gastos financieros.

Las LBO se caracterizan por tener un carácter puramente temporal, al tratarse de operaciones con horizontes temporales relativamente cortos, cuyos objetivos de inversión y posterior desinversión se ven claramente definidos en el tiempo. Típicamente tras la adquisición de la *Target*, la empresa adquiriente realiza diversas medidas de desinversión, centradas en activos no estratégicos, así como la adopción de políticas específicas con el objetivo de reducir costes, ambas con el fin de mejorar la liquidez de la sociedad adquirida para que la misma pueda hacer frente a los pagos de la deuda que se le ha trasladado.¹³

Típicamente, las LBO se estructuran a través de la constitución de un nuevo vehículo societario, denominada *Newco* – término abreviado proveniente del inglés *New Company*, la cual obtiene financiación por parte de una entidad de crédito y adquiere posteriormente el capital social de la sociedad objetivo. Al constituir una nueva sociedad se limita la responsabilidad patrimonial frente a terceros, circunscribiendo la misma al patrimonio de la nueva sociedad y de la adquirida, como se expondrá posteriormente. Es con posterioridad a la adquisición de acciones o participaciones que, típicamente, se produce la fusión entre ambas sociedades.¹⁴

La problemática surge debido a que la empresa compradora acude a la generación de circulante de la *Target* como garantía de pago de la deuda que financia la propia operación¹⁵. Cabe destacar la similitud inherente entre este tipo de operaciones y lo establecido en la prohibición de asistencia financiera, la cual abarca todo tipo de operaciones sobre las acciones o participaciones de una sociedad que tengan el objetivo de hacer responder patrimonialmente a la misma por deudas contraídas por la sociedad adquiriente. No obstante, no hay que restarles valor a las adquisiciones apalancadas, ya que constituyen un elemento clave de la economía actual. Este tipo de operaciones incentivan la actividad eficiente por parte de equipo de dirección de las sociedades objeto de la adquisición, suponen la facilitación de las reorganizaciones empresariales y aportan

¹² Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas, *cit.*

¹³ Leveraged buy outs, *cit.*

¹⁴ Leveraged buy outs, *cit.*

¹⁵ Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas, *cit.*

una forma de solucionar algunos problemas de sucesión empresarial.¹⁶

3. PROHIBICIÓN DE LA ASISTENCIA FINANCIERA

Resulta relevante la aplicación de la prohibición de asistencia financiera, apta para la adquisición de participaciones o acciones propias, ya que la misma puede colisionar con el razonamiento que funda las LBO. Así, se pretende analizar el alcance que tiene la prohibición de asistencia financiera sobre éstas operaciones, más aún, teniendo en cuenta la reciente regulación contenida en el artículo 35 de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (en adelante LME).¹⁷ Debido a que el repago de la deuda generada para la adquisición de la sociedad objetivo se satisfaga en su totalidad a través de la capacidad de generación de recursos de la misma, y a que son los activos de la sociedad *Target* los que se ofrecen en garantía de ella, se exige un análisis exhaustivo de las operaciones y de su compatibilidad con el precepto mencionado.

3.1 Orígenes

Con el objetivo de llegar a una comprensión completa de la materia, es necesario comentar previamente la influencia ejercida sobre el derecho español por parte del derecho comunitario, en lo relativo a la prohibición de la asistencia financiera. Encontramos los orígenes de la misma en los derechos propios del Reino Unido y de Italia y la su integración en el derecho de la Unión Europea mediante la Segunda Directiva de 13 de diciembre de 1976. Sin embargo, en el ordenamiento jurídico español, no es hasta 1989 que se regula esta figura en nuestra legislación a través de la Ley de Sociedades Anónimas (Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre), que posteriormente sería refundida por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

Como se venía diciendo, la prohibición de asistencia financiera en nuestro país se funda prácticamente en su totalidad en la Directiva europea mencionada, la cual sufrió una

¹⁶ Serrano Acitores, A. (2014). La prohibición de asistencia financiera en sede de fusiones apalancadas. *Revista Española De Capital Riesgo*, 3, 3-33.

¹⁷ La prohibición de asistencia financiera en sede de fusiones apalancadas, *cit.* pág. 5

reforma en 2006 a través de la Directiva 2006/68/CE de 6 de septiembre de 2006¹⁸. La primera Directiva prohibía de forma tajante la asistencia financiera en este tipo de operaciones en el sentido de establecer de forma clara en su artículo 23 la interdicción de adelantar fondos, conceder préstamos o conceder garantías con el objetivo de que un tercero adquiriese sus acciones o participaciones. Se trataba de una prohibición que mostraba únicamente dos excepciones, siendo éstas “*las operaciones corrientes de los bancos y las efectuadas a favor del personal de la sociedad o de una sociedad afín*”¹⁹. Regulado junto a otros negocios sobre las acciones propias, los artículos 18 a 24, ésta se presentaba excesivamente rígida. La propia Directiva, sin embargo, mostraba ciertas contradicciones, ya que prohibía de forma absoluta la asistencia financiera a un tercero para la adquisición de sus acciones, pero al mismo tiempo permitía que fuese la propia sociedad la que adquiriese sus acciones, cierto es con alguna restricción, supuestos que pueden llevar a situaciones con mayor riesgo. Debido a la excesiva rigidez en la regulación inicial, en la reforma introducida en la Directiva se incluyen una serie de mecanismos de flexibilización, levantando en cierta medida la prohibición e introduciendo ciertos requisitos a cumplir. Así, tras la reforma de 2006, los países europeos han tomado dos rutas distintas, pudiendo optar por continuar con lo establecido por la Segunda Directiva, o por una mayor flexibilización en línea con dicha reforma.²⁰

Como ya se adelantaba, la Segunda Directiva encuentra sus orígenes tanto en el derecho inglés como en el italiano, pero son los orígenes ingleses los que suponen una influencia ciertamente más evidente en la normativa originaria.²¹ A través del Informe Greene, en 1926, se introdujo la prohibición de asistencia financiera por primera vez, ya que ciertas prácticas que resultaban frecuentes en aquella época, como el hecho de que terceros adquiriesen las acciones o participaciones de una sociedad financiándose a través de un préstamo bancario que se cargaba contra los recursos de ésta, llevaban a la sociedad a la quiebra al no poder hacer frente a la deuda si no generaba los recursos suficientes para su amortización²². El comité que elaboró el informe señalaba que esa clase de operaciones

¹⁸ *La prohibición de asistencia financiera para adquirir acciones propias, cit.*

¹⁹ San Pedro, V., & Antonio, L., “La reforma de la asistencia financiera en Europa.” *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, 2006, (5).

²⁰ Vargas, C., “Estudios sobre el futuro Código Mercantil: libro homenaje al profesor Rafael Illescas Ortiz.” Madrid: Universidad Carlos III de Madrid, 2015, p. 971.

²¹ Bayona Giménez, R. (2000) *La prohibición de asistencia financiera para adquirir acciones propias* (Tesis doctoral). Facultad de Derecho de la Universidad de Alicante, Alicante.

²² *La prohibición de asistencia financiera para adquirir acciones propias, cit.*

violaba la doctrina vigente en su país, la cual establecía la prohibición de que una sociedad adquiriese las acciones de la misma, de tal manera que, en base a la recomendación del Comité Greene se elaboró la *Companies Act* de 1929, y con posterioridad la de 1948²³. Así, se introdujo la prohibición en la legislación británica, y al incorporarse el Reino Unido en la Comunidad Económica Europea, se adaptó para la Segunda Directiva. No obstante, es en el propio Reino Unido donde encontramos las mayores críticas a esta regulación, entre las cuales cabe destacar el Informe Jenkins de 1962, el cual advertía que se estaba perjudicando “al inocente” sin castigar de forma convincente “al culpable”²⁴. Por otro lado, en el derecho italiano, concretamente en el artículo 2358 del *Codice Civile* de 1942, se prohíbe a las sociedades la concesión de préstamos a terceros con el objetivo de adquirir las acciones de la sociedad.

Tras esta reforma de 2006 en Europa nos encontramos con dos situaciones diferenciadas: los ordenamientos que aún siguen la redacción original de la Segunda Directiva, entre los que se encuentran Francia y Alemania; y los que han flexibilizado su régimen al amparo de la modificación comentada y que actualmente son la mayoría (Inglaterra, Italia, Bélgica, etc.).²⁵

3.2 Regulación en España

En cuanto a la regulación en nuestro país, la cual no se ha visto mermada por el descenso en el número de operaciones causado por la crisis financiera de 2008, esta presenta un claro objetivo: “*el mantenimiento de la integridad del capital social y la protección de los accionistas y acreedores sociales contra las prácticas potencialmente fraudulentas de los operadores jurídicos*”.²⁶ Existe un riesgo importante para la sociedad *Target* en el momento de repago de la deuda, al realizarse con los activos de ésta.

En España la prohibición de asistencia financiera se regula en los artículos 143.2 y 150 de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante LSC), el primero para las sociedades de

²³ Vives Ruiz, F. (2009) *La validez de los lbo en el derecho español*. (Tesis). Facultad de Derecho de la Universidad Pontificia de Comillas. Madrid.

²⁴ Párrafo 176 del Informe Jenkins: “*From the evidence we have received we are satisfied that section 54, as it is now framed, has proven to be an occasional embarrassment to the honest without being a serious inconvenience to the unscrupulous.*”

²⁵ La reforma de la asistencia financiera en Europa, *cit.*

²⁶ Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas, *cit.*

responsabilidad limitada y el segundo para las sociedades anónimas. Se considera como “asistencia financiera” toda operación que realice la sociedad adquirida con el objetivo de realizar una atribución patrimonial a la sociedad adquiriente para la adquisición de la primera, ya que una parte de la doctrina opina que el elemento clave en cuanto a la configuración de estas operaciones es la necesaria relación existente entre el negocio de adquisición y el negocio de asistencia financiera.²⁷ Cabe destacar que la legislación vigente en nuestro país no prohíbe las adquisiciones apalancadas, permitiéndose si se estructuran de forma que garanticen ciertos intereses jurídicos, los cuales se centran en evitar la toma de control por parte de los administradores de la sociedad de la misma a cargo de las acciones o participaciones, así como la protección de los acreedores, quienes se encontrarían en situaciones precarias al verse la sociedad sin patrimonio alguno.²⁸ Así, se establecen una serie de mecanismos de control en busca de los intereses mencionados anteriormente. De forma más específica, el legislador ha articulado el precepto mencionado en previsión de varios riesgos.²⁹

En primer lugar, existe un riesgo de que los administradores de la sociedad tomen posiciones de control que pongan en riesgo la continuidad de la sociedad. La prohibición busca evitar que los administradores abusen de su posición y la consoliden a través de la asistencia financiera, lo que se realizaría a través de otorgar la posibilidad de adquirir participaciones o acciones a terceras personas, que a su vez se comprometerían a respaldarles, lo que claramente vulnera la paridad de trato.³⁰ Por otro lado, el precepto tiene como misión prevenir un posible conflicto de intereses entre los accionistas y el equipo de dirección, de manera que no se permita a este el uso de capital social para “configurar a su voluntad la composición de los titulares del capital social”.³¹ Asimismo, se articula para proteger el capital social, entendiéndolo como la base para todos los aspectos relativos a las sociedades de capital, con el objetivo de salvaguardar los principios de integridad y realidad del capital, que tienen como misión “garantizar la correspondencia inicial entre capital y patrimonio social”, evitando así una posible

²⁷ *La prohibición de asistencia financiera para adquirir acciones propias*, cit. p. 304.

²⁸ Mesa, J. (2015) “La prohibición de la asistencia financiera.” *Mariscal Abogados*. (Disponible en <https://www.mariscal-abogados.es/la-prohibicion-de-la-asistencia-financiera/>; última consulta 02/03/2019)

²⁹ Vázquez Cueto, J.C., *Régimen Jurídico de la Autocartera*, Marcial Pons, Madrid, 1995. Pág 481.

³⁰ García-Cruces González, J.A., Sección 4ª. De los negocios sobre las propias acciones, Arroyo Martínez, I. (coord.) & Embid Irujo, J.M. (coord.) & Górriz López, C. (coord.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Tecnos, Madrid, 2009.

³¹ Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas, cit. p.6.

insolvencia de la sociedad a causa del uso de fondos para fines distintos de los primeramente intencionados³². Finalmente, a través de la norma se persigue el aseguramiento del mercado bursátil, tratando de impedir actos de manipulación del mismo.³³

Así, resulta evidente la intención que tiene el legislador al configurar los límites de la prohibición de asistencia financiera, radicando la misma en evitar el uso de fondos propios por parte de una sociedad para que una tercera la adquiera utilizando esos fondos. El artículo 143.2 LSC reza:

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.³⁴

A su vez, el artículo 150 LSC estipula:

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

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

3. La prohibición establecida en el apartado primero no se aplicará a las operaciones efectuadas por bancos y demás entidades de crédito en el ámbito de las operaciones ordinarias propias de su objeto social que se sufraguen con cargo a bienes libres de la sociedad.

En el patrimonio neto del balance, la sociedad deberá establecer una reserva equivalente al importe de los créditos anotados en el activo.³⁵

Un análisis más detallado del precepto muestra una serie de prohibiciones establecidas por el legislador, comentadas a continuación.

El precepto, en su apartado primero, establece la “prohibición de anticipo de fondos”, prohibición que resulta problemática debido a la naturaleza poco concreta del término, no encontrándose definida en nuestro ordenamiento jurídico de forma concisa. La doctrina trata de definir el concepto, y encontramos en este punto varias posiciones. La primera

³² Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas, *cit.* p.5

³³ Fernández Fernández, M.C., *La asistencia financiera para la adquisición de acciones/participaciones propias*, Granada, 2001, págs. 19 y sigs.

³⁴ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

³⁵ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

aboga por la necesaria existencia de un negocio entre las partes, por el cual la sociedad adquirida pone a disposición de la adquirente una cantidad de fondos³⁶. La segunda posición señala que el legislador empleó el término “anticipo de fondos” refiriéndose al hecho de que la sociedad adquirida pagase de forma anticipada deudas aún sin vencer³⁷. Un tercer sector doctrinal opina que no sería necesaria una relación contractual entre ambas sociedades, incluyendo por tanto en el concepto de anticipo de fondos toda situación por la que la sociedad adquirida pusiese a disposición de la adquirente bienes, cualquiera que fuese su naturaleza³⁸. Esta visión supone que lo elemental del anticipo de fondos no es la relación contractual entre las sociedades, sino el hecho de que la sociedad adquirente goce de recursos de los que de forma contraria no hubiese podido, visión claramente más amplia que implica una mayor seguridad jurídica que las anteriores.

El segundo término utilizado por el legislador es el de “concesión de préstamos”. Una vez más, cabe destacar la variedad de acepciones utilizadas para el término en cuestión. La posición mayoritaria de la doctrina, visión un tanto restrictiva, acude al CC, de manera concreta al artículo 1740, el cual estipula:³⁹

Por el contrato de préstamo, una de las partes entrega a la otra, alguna cosa no fungible para que use de ella por cierto tiempo y se la devuelva, en cuyo caso se llama comodato, o dinero u otra cosa fungible, con condición de devolver otro tanto de la misma especie y calidad, en cuyo caso conserva simplemente el nombre de préstamo.

Así, se entiende como concesión de préstamo cualquier negocio por el cual “una de las partes” entrega “dinero o cosa fungible” a la otra parte, con el objetivo de ser utilizada y devuelta tras un plazo acordado. Esta visión abarcaría, por tanto, aquellos créditos concedidos por la sociedad adquirida que tuviesen por objeto tanto dinero como bienes, como podría ser la cesión de uso de un bien inmueble.

³⁶ Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas, *cit.* p. 8

³⁷ Paz-Ares Rodríguez, C.J., “Los negocios sobre las propias acciones”, Uría, R. (dir.), Menéndez, A. (dir.), Olivencia, M. (dir.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*. Thomson Civitas, 2003.

³⁸ *La prohibición de asistencia financiera para adquirir acciones propias*, *cit.* p. 274

³⁹ *La prohibición de asistencia financiera para adquirir acciones propias*, *cit.* p. 277

El precepto continúa con el término “préstamo de garantías”. Al utilizar este concepto, el legislador se refiere a las garantías que la sociedad adquirida hubiese ofrecido en cuanto a la devolución de la deuda que origina su adquisición. Precizando el concepto, nos encontramos ante distintas visiones doctrinales⁴⁰. Un primer sector doctrinal ofrece una interpretación amplia del precepto, abarcando tanto los contratos estrictamente denominados como de garantía personal o real como aquellos que resulten en situaciones de carácter similar. Por otro lado, existe un punto de vista que excluye esta puntualización, no pudiendo comprender aquellos negocios que, a pesar de llevar a resultados similares, no tengan la misma naturaleza. Esta postura restrictiva parece más acorde con la naturaleza del precepto, ya que el mismo incluye una cláusula de cierre cuyo objetivo no es otro que el de prohibir aquellos supuestos de hecho que no son subsumibles en él de otra manera.

En este sentido, el apartado primero termina con una cláusula de cierre que, como se venía apuntando, tiene como finalidad el encuadrar el resto de los supuestos no subsumibles en los términos anteriores a ella. Así, el legislador establece conductas que le resultan comunes, sin dejar la puerta abierta a posibles vulneraciones.

El legislador no pretende pues prohibir toda conducta que tenga como finalidad la asistencia financiera, sino únicamente aquella que se utilice para dotar a la sociedad adquirente de los medios para adquirir el capital social de la adquirida. No obstante, la prohibición no opera exclusivamente en casos de perjuicio real para la sociedad, sino que opera con independencia de ello. A tal efecto, será la voluntad de las partes – atendiendo al artículo 1282 y ss. del CC – la que determine la aplicación del precepto.

3.3 Excepciones

Dicho todo lo anterior, los apartados segundo y tercero establecen las excepciones a la prohibición de asistencia financiera, las cuales se articulan debido a la especial condición de la que gozan los sujetos beneficiarios.

⁴⁰ *La prohibición de asistencia financiera para adquirir acciones propias, cit. p.280*

En primer lugar, el apartado segundo permite aquellos negocios ocurridos a favor del personal de la sociedad. Debido al proceso de flexibilización encabezado por la Segunda Directiva CEE, se permiten aquellas operaciones que tengan como objetivo el facilitar al personal de la sociedad el formar parte del capital de la misma. La propia directiva ya contemplaba una regulación específica para aquellos casos en los que fuese el personal de la sociedad quien pretendiese la adquisición de las acciones. Esta excepción encuentra su razón de ser en dos cuestiones. Se busca tanto agradecer el esfuerzo y tiempo invertido por aquellas personas que forman parte de la sociedad como incentivar al trabajador a que muestre su mejor desempeño.⁴¹

Por otro lado, el apartado tercero permite a las entidades de crédito la recepción de fondos provenientes del público general, ya que las actividades que realizan con mayor frecuencia son precisamente estas: recibir y poner a disposición fondos. Asimismo, existe una excepción a la norma no contenida en la regulación legal, siendo la misma de construcción jurisprudencial. Un sector doctrinal opina que, siguiendo el hilo de lo establecido por los tribunales del Reino Unido, cabría una interpretación del artículo 150 LSC que permitiese que aquellas actividades, aparentemente subsumibles en el supuesto de la asistencia financiera, no fuesen sancionadas por *“formar parte de una estructura que va a beneficiar una transacción o reestructuración corporativa”*⁴². Así, habría que ponderar si ésta interpretación tiene cabida teniendo en cuenta el artículo 6.3 CC, el cual establece la nulidad de la totalidad de un contrato que se vea afectado por la norma prohibitiva, y el artículo 3.1 CC, el cual albergaría una posible interpretación favorable.

Una excepción aparente residiría en el artículo 162 LSC, el cual reza:

1. En la sociedad de responsabilidad limitada la junta general, mediante acuerdo concreto para cada caso, podrá anticipar fondos, conceder créditos o préstamos, prestar garantías y facilitar asistencia financiera a sus socios y administradores.
2. No será necesario el acuerdo de la junta general para realizar los actos anteriores en favor de otra sociedad perteneciente al mismo grupo.⁴³

⁴¹ Pires, A. C. (2008). Prohibición de asistencia financiera: concepto y aplicación a operaciones de adquisición apalancadas. *Anuario de la Facultad de Derecho*, (1), 409-433.

⁴² Sánchez-Calero Guilarte, “Cabén excepciones a la prohibición general de asistencia financiera”, Madrid, 7 de octubre de 2011. (Disponible en <http://jsanchezcalero.com/caben-excepciones-a-la-prohibicion-general-de-asistencia-financiera/>; última consulta 03/04/2019)

⁴³ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

Tras un análisis exhaustivo del precepto, llegamos a las siguientes conclusiones: En primer lugar, se trata de un precepto que no tiene como finalidad prohibir la asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones. A pesar de contener los mismos términos que los artículos 143.2 y 150 LSC, el artículo 162 LSC tiene como finalidad cerciorarse de que el patrimonio de la sociedad no se destine a las necesidades de los administradores o de los socios, sino que se ha de emplear para el desarrollo del objeto social de la empresa.⁴⁴ En segundo lugar, queda totalmente claro que el ámbito subjetivo del precepto queda circunscrito a las sociedades limitadas, no pudiendo aplicarse a las sociedades anónimas.

Por otro lado, cabe destacar el papel de la junta general en cuanto a su autorización de los actos mencionados. Al no establecer el precepto un concepto de mayoría, acudimos a SAP Asturias de 28 de noviembre 2002 (JUR 2003, 106592), la cual determina que ésta debe ser ordinaria. Asimismo, la resolución mencionada estipula que se debe realizar un acuerdo para cada caso concreto, no pudiendo, por tanto, establecer de forma preventiva la validez de negocios futuros.⁴⁵

En cuanto a las consecuencias del incumplimiento del artículo 162 LSC, resulta evidente la responsabilidad en la que incurre el administrador que llevó a cabo el acto. Cuestión más complicada es la que afronta los efectos sobre el negocio, y los efectos frente a terceros. El artículo no establece una sanción para el negocio, por lo que, en nuestra opinión, se debería optar por la vía de la nulidad sanable a través de una ratificación posterior por parte de la junta. En cuanto a los efectos frente a terceros, encontramos dos posiciones doctrinales. La primera aboga por la invalidación del negocio realizado por los administradores, con independencia de que existan terceros afectados, puesto que los administradores actúan extralimitándose de las competencias que se les ha otorgado.⁴⁶ Otra postura doctrinal señala que, a pesar de que el administrador se extralimite de sus

⁴⁴ Pérez Ramos, C., “Artículo 162. Concesión de créditos y garantías a socios y administradores.”, Prendes Carril, P. (dir.), Martínez-Echevarría y García de Dueñas, A. (dir.), Cabanas Trejo, R. (dir.), Ballester Azpitarte, L. (coord.) *Tratado de Sociedades de Capital. Tomo I*, Thomson Reuters Aranzadi, Pamplona, 2017, p. 907.

⁴⁵ Artículo 162. Concesión de créditos y garantías a socios y administradores, *cit* p. 907.

⁴⁶ Ávila de la Torre, A., “Artículo 162. Concesión de créditos y garantías a socios y administradores.”, Rojo Fernández del Río, A.J. (coord.), Beltrán Sánchez, E.M. (coord.), *Comentario a la Ley de Sociedades de Capital*, Thomson Reuters Aranzadi, Pamplona, 2011, pp 1218-1221.

competencias, debido a que la limitación de su poder es de carácter legal, y no convencional, se debe proteger al tercero de buena fe.⁴⁷

3.4 Consecuencias del incumplimiento

Como no podía ser de otra forma, resulta necesario el estudio de las consecuencias de la vulneración de la prohibición de asistencia financiera y ello debido a que la regulación específica no se pronuncia acerca de las mismas, produciendo la consiguiente inseguridad jurídica. Es por ello que debemos acudir al CC para dar luz a semejante cuestión. Resulta necesario poner de manifiesto el hecho de que las consecuencias de la vulneración pueden darse tanto sobre los negocios jurídicos como sobre las personas involucradas en ellos, resultando preciso distinguir entre ambos supuestos.

3.4.1 Efectos sobre los negocios jurídicos

Respecto de los negocios jurídicos, son destacables dos: el negocio jurídico correspondiente a la asistencia financiera, y el negocio jurídico de adquisición de las acciones. En lo que al primero respecta, como se venía apuntando, el artículo 150 LSC no muestra sanción alguna en caso de incumplimiento, debiendo acudir en ese caso al artículo 6.3 CC, el cual reza:

6.3 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.⁴⁸

El primer negocio jurídico en suceder es el de asistencia financiera, involucrando a la sociedad adquirida y la sociedad asistida. En línea con lo estipulado por el precepto, para considerarse la asistencia como prohibida debe incluir un elemento de intencionalidad, entendiéndose por ello el hecho de que ambas partes conozcan el propósito de la asistencia⁴⁹. En ese caso, en virtud del artículo 6.3 CC, al contravenir una norma prohibitiva, se declarararía la nulidad del negocio. Como consecuencia de ello, estaríamos ante una situación de nulidad de efectos *ab initio*.

⁴⁷ Marimón Durá, R., *La asistencia financiera de una Sociedad Limitada a sus socios, administradores y otras sociedades de su grupo*, Aranzadi, Pamplona, 2010

⁴⁸ Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil.

⁴⁹ *La prohibición de asistencia financiera para adquirir acciones propias*, cit. p. 565

Cuestión distinta es la de los efectos sobre el negocio de adquisición de las acciones. La problemática surge debido a que, como se indicaba antes, no se incluye mención alguna en la regulación respectiva. Así, una vez más, habría que acudir al CC. Sin embargo, este no establece de forma clara las consecuencias aplicables a un negocio jurídico vinculado a otro calificado como nulo. La doctrina entiende que existen dos vías de actuación.⁵⁰ Por un lado, se podría entender que cada negocio jurídico es independiente del otro, a pesar del vínculo evidente entre ellos, no dando lugar a un “contagio” de efectos. Por otro lado, se entendería que el vínculo entre ambos negocios es suficiente para arrastrar los efectos de la nulidad de uno al otro. El ordenamiento español estipula que, con ciertos matices, la ineficacia de un negocio jurídico queda constreñido a la órbita del mismo. Sin embargo, parte de la doctrina⁵¹ opina que, en función de la clase y fuerza del vínculo que los une, los negocios jurídicos sí pueden verse contaminados. En ese sentido, se señalan a modo de ejemplo aquellos negocios articulados como condición para la existencia de otros, casos en los que el vínculo es tal que la “contaminación” es inevitable. Ahora bien, cabe destacar el hecho de que esta relación no es aplicable a la inversa, por lo que un negocio que fuese la condición de otro no podría ser declarado como nulo si aquel que condiciona lo fuese. Así, a pesar del vínculo innegable existente entre ambos negocios, siguiendo las pautas mencionadas, al ser, en nuestra opinión, el negocio de adquisición de las acciones un presupuesto para el de asistencia financiera, la nulidad del segundo no implicaría la nulidad del primero.

3.4.2 Efectos sobre administradores

En lo que a los administradores de las sociedades respecta, cabe destacar que el artículo 157 LSC contiene un régimen de carácter sancionador para aquellas personas que representen a la sociedad, ya sean administradores, directivos o de otra naturaleza. A este respecto, las consecuencias derivadas del incumplimiento presentan un carácter doble. En primer lugar, la propia LSC contiene sanciones de naturaleza administrativa, penando las conductas con multa valorada en base al valor nominal del capital adquirido, graduándose la misma atendiendo tanto a la entidad de la infracción como a los perjuicios ocasionados a la sociedad, a los socios de la misma, y a terceros.⁵² Por otro lado, los administradores

⁵⁰ *La prohibición de asistencia financiera para adquirir acciones propias*, cit. p. 569

⁵¹ Díez-Picazo, L. *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*, Thomson Civitas, Madrid, 1996.

⁵² Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital

pueden sufrir consecuencias en vía civil, atendiendo al régimen de responsabilidad civil, regulado por los artículos 236 y siguientes, los cuales obligan a responder frente a la sociedad, los socios y los acreedores sociales cuando, por actos u omisiones contrarios a la ley o aquellos actos realizados durante el desempeño de su cargo, se les haya producido un daño, interviniendo dolo o culpa.

4 LEVERAGED BUY-OUTS EN EL MARCO DE LA PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA

Como se ha señalado anteriormente, típicamente las operaciones LBO finalizan con la fusión de la *Newco* y la Sociedad *Target*, de manera que, tras la confusión patrimonial de ambas sociedades, sea la *Target* la que cargue con el peso de la deuda contraída, quedando vinculados sus activos para el repago de la misma. Así, es tras la adquisición de la *Target* cuando se produce la asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones propias. Con anterioridad a la promulgación de la Ley de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles (en adelante LME), no existía en nuestro ordenamiento regulación alguna de las fusiones apalancadas. Con todo, no dejaban de producirse estas operaciones, siendo tanto los Tribunales como la doctrina quienes, de alguna manera, otorgaron licitud a las mismas, basándose únicamente de que los socios y acreedores sociales ya se encontraban protegidos por el régimen legal de la fusión.⁵³ A este respecto resulta destacable la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, Sección 28ª, de fecha 9 de enero de 2007, la cual estableció que no es necesaria la aplicación de la prohibición de asistencia financiera en todos los casos de fusión, ya que *“se trata de un proceso que ya contempla garantías específicas para acreedores y socios minoritarios”*.

Publicada el 4 de abril de 2009, la LME ha sido desde ese día objeto de diversas críticas. La primera de ellas se centra en la técnica, en claro contraste con la seguida hasta la fecha, ya que la LME pretendía regular las operaciones llevadas a cabo por sociedades mercantiles, sin importar el tipo social de las mismas. La regulación precedente, sin embargo, distinguía entre tipos sociales hasta tal punto de encontrar leyes distintas para

⁵³ *El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo*, cit. p.322.

diferentes tipos sociales, situando por un lado la Ley de Sociedades Anónimas y por otro la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada (en adelante LSRL)⁵⁴. Asimismo, fue objeto de crítica por un sector doctrinal por mostrar ciertas incoherencias técnicas. Debido a las múltiples interpretaciones existentes, se produjeron numerosas discrepancias entre lo aplicado por los registros mercantiles y lo establecido por la doctrina, llevando a una situación de inseguridad jurídica calificada como “*inadmisibile*”.⁵⁵ De los muchos errores cometidos por el legislador, destacamos la redacción del artículo 35 LME.

4.1 El artículo 35 LME

Con anterioridad a la promulgación de la LME, existía un debate doctrinal relativo a la licitud de las fusiones apalancadas, el cual se centraba en dos visiones. Por un lado, un sector doctrinal alegaba que, al tratarse de un supuesto de asistencia financiera sobrevenida, sería subsumible en la prohibición de la LSC, o incluso podría constituir fraude de ley a tenor del artículo 6.4 CC. Por otro lado, un sector doctrinal defendía que aquellos intereses jurídicos que se buscaba proteger ya gozaban de esa seguridad en virtud de la regulación relativa a las fusiones, requiriendo informes de expertos y existiendo el derecho de oposición a ellas.⁵⁶ En éste contexto de inseguridad jurídica respecto de la licitud de las fusiones apalancadas surge el artículo 35 LME, artículo que no proporcionó, en nuestra opinión, una mayor certidumbre sobre la misma:

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

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

⁵⁴ Jesús QUIJANO GONZÁLEZ (2009), “El proceso de elaboración de la ley sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles”, en Fernando RODRÍGUEZ ARTIGAS (Dir.), *Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles*, T. I, Aranzadi, Pamplona, pp. 25-38. Pág 29

⁵⁵ Vives, F., & Tapias, A. “La Ley De Modificaciones Estructurales (The Law on Structural Modifications).” *InDret: Revista para el Análisis del Derecho*, 4, 2013. p. 5

⁵⁶ Grima Ferrada, J., “La compraventa apalancada de sociedades antes y después del artículo 35 de la Ley 3/2009, de abril, de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles.” Cuñat Edo, V., (dir.), Massaguer Fuentes, J. (dir.), Alonso Espinosa, F.J. (dir.), Gallego Sánchez, E. (dir.), Petit Lavall, M.V. (coord.), *Estudios de derecho mercantil*, Tiran lo Blanch, Valencia, 2013.

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

3.^a El informe de los expertos sobre el proyecto de fusión debe contener un juicio sobre la razonabilidad de las indicaciones a que se refieren los dos números anteriores, determinando además si existe asistencia financiera.

En estos supuestos será necesario el informe de expertos, incluso cuando se trate de acuerdo unánime de fusión.⁵⁷

Realizando un análisis más profundo del artículo, llegamos a las siguientes conclusiones.⁵⁸ En primer lugar, se trata de un artículo aplicable a cualquier fusión llevada a cabo entre dos o más sociedades, sin distinguir, como se adelantaba anteriormente, entre los tipos de sociedades posibles, y siempre que exista endeudamiento por parte de alguna de ellas con alguno de los dos siguientes objetivos: o bien la toma de una posición de control sobre una de las sociedades, o bien la adquisición de activos de la *Target* que se consideren como “*esenciales*” para la actividad o el patrimonio de la misma. Así, se asume que los fondos recibidos por la sociedad adquirida no permanecen en su patrimonio por haber sido obtenidos por la sociedad adquiriente, ya sea a través de una reducción de capital o la distribución de dividendos. Asimismo, requiere especial mención el concepto de “*esencial*” para la actividad o el patrimonio de la sociedad adquirida. Tratándose de un término ambiguo, es destacable el hecho de que el legislador no haya incluido forma de medición objetiva y concreta alguna. Si el legislador hubiese incluido un criterio objetivo, a modo de ejemplo, especificar que se consideraría como esencial aquel valor superior al 50% del patrimonio de la sociedad adquirida, las dudas quedarían resueltas. En segundo lugar, el artículo 35 LME hace mención a un plazo temporal de tres años anteriores, en los cuales alguna de las sociedades involucradas debe haber contraído deudas con alguno de los dos objetivos anteriormente mencionados. Es este endeudamiento el que plantea ciertas cuestiones.

En primer lugar, el artículo 35 LME requiere una finalidad concreta respecto del endeudamiento. Es decir, se requiere que el endeudamiento se realice con el objetivo de tomar una posición de control sobre otra sociedad. No obstante, parece discutible la asunción realizada por el artículo, a saber, que todo endeudamiento tiene un objetivo específico. Ahora bien, lo que establece el artículo no es únicamente que el

⁵⁷ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital

⁵⁸ La prohibición de asistencia financiera en sede de fusiones apalancadas *cit.* pág. 22

endeudamiento haya sido concebido con ese objetivo, sino que efectivamente se utilice para ello. A este respecto, es de nuestra opinión que aquella financiación obtenida en el marco de una fusión apalancada con objetivos distintos del de la adquisición de acciones, ya sea una reestructuración empresarial o cualquier otro motivo, no estaría en contradicción con la prohibición. A pesar de tratarse de una fusión apalancada, y por tanto ser de aplicación el artículo 35 LME, no se vulneraría el precepto, pero sí serían exigibles el resto de requisitos exigidos por el mismo, a saber, el proyecto de fusión, el informe de los administradores y el informe del experto independiente. En segundo lugar, el artículo 35 LME no establece requisito alguno acerca de la procedencia de la financiación, pudiendo por tanto ser tanto una persona física como jurídica la que la preste. En tercer lugar, resulta destacable el plazo de tres años mencionado por el legislador. Se plantean dudas acerca del día en que debe comenzar el cómputo del mismo, pudiendo ser tanto el día en que se suscriba el proyecto o el día en que se inscriba la fusión en el Registro Mercantil. Resulta mejor opción el día en que se suscribe el proyecto por ser ese el día en que los administradores de la sociedad emprenden la preparación de la fusión y por tanto el análisis relativo a la aplicación del artículo 35 LME. Una vez transcurridos los tres años, el artículo 35 LME no sería de aplicación necesaria a la fusión. Sin embargo, un sector doctrinal opina que el transcurso del plazo implica únicamente el que dejen de ser preceptivos los requisitos establecidos por el artículo, y por tanto no supone la no vulneración de la prohibición de asistencia financiera.⁵⁹ En cuarto lugar, el artículo 35 LME no establece cuantía máxima alguna relativa al endeudamiento, a pesar de que uno de sus objetivos radica en evitar un apalancamiento excesivo. Así, por pequeño que sea, en caso de existir endeudamiento reservado para una adquisición conlleva la aplicación del artículo. En quinto lugar, no se establece vigencia del endeudamiento, no especificando la necesidad de que el mismo se encuentre en vigor. No obstante, resulta aparente, si se tienen en cuenta los requisitos establecidos por el artículo, que se trata necesariamente de una deuda viva. A pesar de ello, lo que resulta sin importancia es cuando haya que satisfacer la deuda, ya sea con anterioridad o posterioridad a la fusión.

Asimismo, el legislador ha incluido dos apartados en el precepto con el objetivo de dotar a los socios y a los acreedores de un mayor derecho de información recogido a través tanto del proyecto de fusión como los dos informes necesarios, de manera que son los

⁵⁹ Leveraged buy outs, *cit.*

administradores quienes ven sus responsabilidades incrementadas, en tanto que deberán preparar los mismo y que la fusión no podrá suponer un perjuicio para la sociedad. Tanto el proyecto como los informes deben versar sobre la operación en cuanto a su viabilidad y justificación. En primer lugar, el proyecto de fusión mostrará los recursos utilizados para la financiación, así como los plazos en los que la deuda se satisfará, pudiendo a tal efecto elaborar una proyección de generación de flujos de capital. En segundo lugar, el primer informe mencionado por el artículo es el confeccionado por los administradores, que deberá considerar el proyecto de fusión en sí. Deberá, por ello, establecer la motivar de la adquisición, justificando la operación de forma general, y mostrar un plan de carácter financiero que detalle tanto los objetivos perseguidos con la operación como la procedencia de los recursos que financian la misma. Todo ello con el objetivo de estudiar la viabilidad de la operación y asegurar la solvencia de la sociedad tras el apalancamiento.

Por último, se exige la preparación de informe por parte de un experto independiente, informe que deberá determinar si existe o no asistencia financiera en la operación, pronunciándose acerca de la operación en sí y sobre el informe elaborado por los administradores. Realizará un informe en base a los datos financieros que mostrarán tanto el proyecto como el informe de los administradores, analizando así la viabilidad de la operación y la solvencia de la sociedad tras el endeudamiento. Se trata de un requisito que ha recibido numerosas críticas por parte de la doctrina⁶⁰. El artículo 35 LME muestra similitudes con el artículo 2501 bis del Código Civil italiano, hasta el punto de ser idéntico, con la salvedad de la “existencia de asistencia financiera”.

En cuanto a la interpretación del mencionado apartado, no cabría una interpretación extensiva, ya que en ese caso sería la voluntad de un experto económico la que determinase la vulneración de un precepto legal. Su aprobación parlamentaria por el Senado, en su mayoría por el Partido Popular, buscaba “*evitar fusiones inversas con debilitamiento contable y que además impliquen un supuesto prohibido de asistencia financiera*”⁶¹. Dicho todo lo anterior, no deja de ser sorprendente que, a pesar de las numerosas enmiendas que ha sufrido la LME, el legislador no haya sido capaz de aclarar las dudas que ésta suscita.

⁶⁰ La Ley De Modificaciones Estructurales (The Law on Structural Modifications), *cit.* p. 34

⁶¹ Boletín Oficial de las Cortes Generales. Congreso de los Diputados. IX legislatura. Serie A: Proyectos de Ley. 8 de octubre de 2008

Como se venía diciendo, el artículo 35 LME no ha proporcionado la certidumbre que pretendía, mostrando una multitud de interpretaciones.

Una visión doctrinal defiende que el artículo 35 LME supone una forma de complementar la prohibición establecida en los artículos 143.2 y 150 LSC. Así, las fusiones apalancadas se considerarían como lícitas exclusivamente en los supuestos regulados por el artículo 150 LSC en sus apartados segundo y tercero, operando el artículo 35 LME como restricción adicional. En este sentido, para que una fusión apalancada se considerase como lícita, no solo tendría que tratarse de un supuesto previsto por las excepciones, sino que también tendría que cumplir con los requisitos del artículo 35 LME⁶². En nuestra opinión, se trata de una interpretación poco acertada al regular una conducta que ya estaba prohibida.

Otra postura doctrinal sostiene que el artículo 35 LME se configura para confirmar la licitud de las fusiones apalancadas. En concordancia con lo anteriormente expuesto, esta posición alega que los intereses jurídicos que necesitan de protección ya la obtienen a través de la regulación relativa a las fusiones, por lo que no prohíbe en ningún caso las fusiones apalancadas en las que hubiese asistencia financiera.⁶³

Un tercer sector de la doctrina, en contraste con la anterior, entiende el artículo 35 LME como excepción a la prohibición de asistencia financiera. Se prohíbe, por tanto, la asistencia financiera de forma general, pero se permite la fusión apalancada, aun cuando en ella exista asistencia financiera, operando el artículo como excepción a la misma.

Finalmente, para comprender una última postura, resulta preciso realizar un breve análisis de sus orígenes, centrados de forma mayoritaria en el Anteproyecto de la LME, de forma concreta en su artículo 33. La principal diferencia entre ambos artículos radica en que, en el Anteproyecto, no se exigía un informe acerca de la existencia de asistencia financiera, lo cual resulta más coherente teniendo en cuenta la flexibilidad que caracterizaba la Segunda Directiva y que tenía, o parecía tener, como objetivo el excluir las fusiones apalancadas del régimen de prohibición de asistencia financiera. Es cuando se llega a la tramitación final del artículo donde se incorpora este requisito del informe de un experto.

⁶² La compraventa apalancada de sociedades antes y después del artículo 35 de la Ley 3/2009, de abril, de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles, *cit.*

⁶³ Eralaiz Coteló I., "Financiación de las Adquisiciones", en ÁLVAREZ ARJONA, J. M. y CARRASCO PERERA, A. (dirs.), *Adquisiciones de empresas*, Thomson Aranzadi, Navarra, 2010.

Así, atendiendo a la aparente intención del legislador, podría decirse que esta última visión aboga por estudiar cada caso de forma individual, de manera que se estará ante un supuesto de asistencia financiera prohibida en función de las circunstancias de cada caso, sin operar la prohibición de forma automática en todos los casos de fusiones apalancadas. En este sentido, es la propia LME, a través de su Exposición de Motivos, la que estipula que *“introduce otras modificaciones en el régimen de las aportaciones no dinerarias, con la adición de importantes excepciones a la exigencia de informe del experto independiente, y en el régimen de la autocartera y de la asistencia financiera, donde es patente aquel postulado legislativo de mayor flexibilidad”*⁶⁴, indicando así su intención de suponer una modificación de la regulación anterior.

4.2 Prohibición de Asistencia Financiera y Operaciones LBO

En línea con lo expuesto anteriormente, existe una variedad de estructuras que no vulnerarían el precepto, pudiendo adoptar cualquiera de las siguientes formas⁶⁵:

- a) En caso de que la adquisición se articulase a través de una compra de activos de la sociedad *Target*, no se vulneraría el precepto al prohibir este únicamente las adquisiciones de acciones o participaciones. No obstante, en caso de ocurrir una fusión entre ambas sociedades de forma posterior a la adquisición y se produjese una venta de los activos, sí nos encontraríamos ante un supuesto prohibido.
- b) Si la sociedad adquirida redujese su capital con el objetivo de financiar a la sociedad adquiriente a través de la devolución de aportaciones, tampoco se vulneraría la prohibición, siempre que fuese la sociedad adquiriente la que satisficiese tanto los intereses como el principal de la deuda, no nos encontraríamos ante un supuesto prohibido.
- c) De forma similar, se trataría también de una operación lícita si la sociedad *Target* distribuyese dividendos a la sociedad adquiriente para financiarla en lugar de la reducción de capital. Por otro lado, en caso de disolver y liquidar la sociedad adquirida, el patrimonio de la misma se atribuiría a la sociedad adquiriente, pudiendo esta utilizar el nuevo activo para satisfacer la deuda.

⁶⁴ Exposición de Motivos LME

⁶⁵ La prohibición de asistencia financiera en sede de fusiones apalancadas *cit.* pág. 13

En la actualidad, las fusiones apalancadas se ejecutan a través de una modalidad conocida como *Forward Merger LBO*, estructura que, aparentemente, no vulnera la prohibición, y que se articula de la siguiente manera⁶⁶:

A través de una *Forward Merger LBO*, se constituye una sociedad nueva, que adopta el nombre de *NewCo*, y cuyos inversores serán aquellos interesados en la adquisición de la *Target*. La *NewCo* obtiene financiación tanto de entidades de crédito como de los propios inversores, la cual se garantiza pignorando las acciones de la sociedad adquirida. No obstante, se permite que la entidad de crédito requiera de una mayor garantía, pudiendo solicitar las acciones o participaciones de la *NewCo* a tal efecto. Así, los fondos que financian la operación resultan de una nueva sociedad, y no de la sociedad adquirida. Tras la operación de financiación, la *NewCo* absorbe la *Target*, resultando de ello una integración de patrimonios.

Un sector doctrinal mayoritario sostiene que esta operación no vulneraría la prohibición de asistencia financiera⁶⁷. Se defiende esta postura en base a que las acciones o participaciones de la *Target* son adquiridas por la *NewCo*, financiándose la segunda para adquirir la primera. Es únicamente tras la adquisición, en el momento en el que se integran los patrimonios de ambas sociedades, cuando la *NewCo* satisface la deuda contraída. Según esta posición doctrinal, no hay afectación directa de los recursos de la *Target* a la amortización de la deuda. A este respecto, existe un régimen de protección a favor de los acreedores de la *Target*, por el cual éstos pueden oponerse a la fusión mientras los créditos a su favor no se garanticen. No obstante, existe un sector doctrinal que no mantiene la misma postura, señalando que al adquirir la *NewCo* a la *Target*, en última instancia es la sociedad objetivo la que termina por garantizar, a través de su activo, el pago de sus propias acciones.⁶⁸ En nuestra opinión, resulta más acertada la primera posición, no entiendo por tanto que existe asistencia financiera en este tipo de operaciones, por no afectar a la solvencia de la *Target*, al ser la *NewCo* quien solicita la financiación.

⁶⁶ Prohibición de asistencia financiera: concepto y aplicación a operaciones de adquisición apalancadas, *cit.* p. 425.

⁶⁷ Prohibición de asistencia financiera: concepto y aplicación a operaciones de adquisición apalancadas, *cit.* p. 425

⁶⁸ Bongiorno, S. A. (2014). *La prohibición de asistencia financiera en las sociedades anónimas*. Universidad de Salamanca. Salamanca. p. 51

5 DEDUCIBILIDAD FISCAL DE LA CARGA FINANCIERA EN LAS LBO

Habiendo establecido el marco teórico de las fusiones apalancadas y su compatibilidad con la prohibición de asistencia financiera, resulta de interés enlazar la cuestión con otra disciplina jurídica, esto es, el derecho fiscal.

No cabe duda de que la normativa fiscal en cuanto a la deducibilidad de los gastos financieros es de interés en estas cuestiones, siendo el endeudamiento la cuestión esencial en las fusiones apalancadas. Una norma de carácter estricto podría tener repercusiones de gran calibre sobre las decisiones tomadas en cuanto a este tipo de operaciones por cuanto el mercado de fusiones y adquisiciones, que en la actualidad se encuentra en un estado de crecimiento, puede verse alterado en gran medida. El Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades (en adelante LIS), ha sufrido constantes modificaciones en cuanto a su contenido. Destacable es la realizada en 2012, por la cual el legislador decidía tener en consideración las innumerables recomendaciones emitidas por organismos de carácter internacional, y por la cual se modificó el artículo 20 LIS. Esta modificación limitó la deducibilidad de los gastos financieros. El artículo en cuestión, en su apartado primero, reza:

“Los gastos financieros netos serán deducibles con el límite del 30 por ciento del beneficio operativo del ejercicio.

A estos efectos, se entenderá por gastos financieros netos el exceso de gastos financieros respecto de los ingresos derivados de la cesión a terceros de capitales propios devengados en el período impositivo, excluidos aquellos gastos a que se refiere la letra h) del apartado 1 del artículo 14 de esta Ley.”

Mediante esta reforma se incluyó un límite superior del 30% del beneficio operativo de la entidad adquirente del ejercicio, restricción que no se encontraba en la redacción anterior a la reforma. Supone una restricción que afecta a todo tipo de deuda, por lo que se incluyen los préstamos bancarios, naturalmente. No obstante, se trata de una restricción de carácter temporal, no pudiéndose trasladar un potencial exceso de gasto financiero a los ejercicios siguientes.

Igualmente merecedora de análisis es la reforma sufrida en 2012. Se trata de una medida impulsada siguiendo las recomendaciones de ciertos organismos internacionales. Merece mención el Plan de Acción BEPS (Base Erosion and Profit Shifting), plan promovido por el G-20 y cuya acción 4 tiene el objetivo de reducir la deducibilidad de ciertos gastos

financieros. No obstante, lo que pretenden evitar el G-20 y la OCDE, quien será el encargado de la ejecución del plan, es el traslado de bases imponibles al extranjero, operaciones que típicamente se producen con el objetivo de reducir las mismas.

El plan de Acción BEPS persigue una mejora de la legislación en contra de la evasión fiscal. Las LBO se basan en gran medida en la interacción entre la Directiva 2011/96/UE del Consejo, de 30 de noviembre de 2011, relativa al régimen fiscal común aplicable a las sociedades matrices y filiales de Estados miembros diferentes, la Directiva 2003/49/CE del Consejo de 3 de junio de 2003 relativa a un régimen fiscal común aplicable a los pagos de intereses y cánones efectuados entre sociedades asociadas de diferentes Estados miembros y convenios de doble imposición, buscando la vía óptima en cuanto a su tributación.⁶⁹ A este respecto, es de suma importancia la sentencia emitida por el Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE), sobre los casos N Luxembourg 1, X Denmark, C Danmark I y Z Denmark⁷⁰, ya que se limitan las libertades a favor de una mayor seguridad en cuanto a la tributación de las empresas holding. Es decir, se prima la imputación fiscal de estas operaciones transfronterizas con el objetivo de reducir la evasión fiscal sobre ciertas libertades.

En línea con la acción 4, el legislador ha tomado la decisión de introducir una limitación, haciendo “*eco de las recomendaciones realizadas por los organismos internacionales, incidiendo en la limitación a la deducibilidad fiscal de los gastos financieros*”⁷¹. A través de la reforma de 2015 se incidió más en este aspecto, hasta el punto de incluir un límite con un carácter más específico. A este respecto, la restricción adicional opera únicamente en los supuestos de deudas contraídas con el objeto de adquirir participaciones, siempre que exista una fusión entre las entidades en los cuatro años posteriores a la adquisición, tal y como explicita el último párrafo del precepto:

5. A los efectos de lo previsto en este artículo, los gastos financieros derivados de deudas destinadas a la adquisición de participaciones en el capital o fondos propios de cualquier tipo de entidades se deducirán con el límite adicional del 30 por ciento del beneficio

⁶⁹ Hernández González-Barreda, P., (2019) " Holding companies and Leveraged Buy-Outs (LBOs) in the EU after BEPS: beneficial owner, abuse of law and the single taxation principle. Danish Cases C-115/16, 116/16, 117/16, 118/16, 119/16 and 299/16."

⁷⁰ Poza Cid, R., “El TJUE se pronuncia sobre el concepto de beneficiario efectivo y abuso de derecho en la Directiva sobre Intereses y Cánones”, *Periscopio Legal*, 2019, (disponible en:

<https://periscopiofiscalylegal.pwc.es/el-tjue-se-pronuncia-sobre-el-concepto-de-beneficiario-efectivo-y-abuso-de-derecho-en-la-directiva-sobre-intereses-y-canonos/>, última consulta 09/04/2019)

⁷¹ Preámbulo de LIS

operativo de la propia entidad que realizó dicha adquisición, sin incluir en dicho beneficio operativo el correspondiente a cualquier entidad que se fusione con aquella en los 4 años posteriores a dicha adquisición, cuando la fusión no aplique el régimen fiscal especial previsto en el Capítulo VII del Título VII de esta Ley. Estos gastos financieros se tendrán en cuenta, igualmente, en el límite a que se refiere el apartado 1 de este artículo.

Los gastos financieros no deducibles que resulten de la aplicación de lo dispuesto en este apartado serán deducibles en períodos impositivos siguientes con el límite previsto en este apartado y en el apartado 1 de este artículo.

El límite previsto en este apartado no resultará de aplicación en el período impositivo en que se adquieran las participaciones en el capital o fondos propios de entidades si la adquisición se financia con deuda, como máximo, en un 70 por ciento del precio de adquisición. Asimismo, este límite no se aplicará en los períodos impositivos siguientes siempre que el importe de esa deuda se minore, desde el momento de la adquisición, al menos en la parte proporcional que corresponda a cada uno de los 8 años siguientes, hasta que la deuda alcance el 30 por ciento del precio de adquisición.

Si acudimos a los ordenamientos jurídicos del entorno de nuestro país, resulta evidente que nuestro derecho presenta un carácter manifiestamente estricto. Parte de la doctrina opina que la regulación debía haberse inspirado en la regulación francesa, por mostrar ésta un mayor número de limitaciones en cuanto a la deducción de gastos financieros.⁷² Estas limitaciones se configuran en aras de permitir las operaciones que no sean perjudiciales, y de prohibir aquellas que puedan considerarse como abusivas. De esta manera no se castiga a aquellos que realicen operaciones con justificación económica, o cuando el apalancamiento no resulta excesivo. La regulación española presenta una mayor similitud con el ordenamiento jurídico alemán, incluyendo ambos el límite del 30% del EBITDA. No obstante, incluso la regulación de Alemania cuenta con excepciones con el objetivo de castigar las operaciones abusivas.⁷³ Todo ello indica, en nuestra opinión, que el legislador puede haber pecado de estricto, castigando de manera excesiva operaciones sin distinguir entre los supuestos potencialmente abusivos y aquellos que tienen justificación válida. Las normativas del entorno tienden a restringir la aplicación de estas limitaciones únicamente a los supuestos con riesgo, tarea realizada al aplicar únicamente el precepto a las operaciones en las que participen sociedades del mismo grupo, o al obviar la aplicación del mismo en las situaciones en que el nivel de

⁷² Armesto Macías, D., “Limitaciones a la deducibilidad de los gastos financieros: comparación de la normativa aplicable en España y en otros países europeos”, *Quincena Fiscal* n.º 1-2, 1-2/2013, p. 96

⁷³ Limitaciones a la deducibilidad de los gastos financieros: comparación de la normativa aplicable en España y en otros países europeos, *cit.* p. 96

apalancamiento sea de nivel menor al del grupo. Así, aun persiguiendo los traslados de deuda se abren cláusulas de escape.⁷⁴

Como ya se adelantaba anteriormente, a partir del 1 de enero de 2015 serían de aplicación tanto el límite general a la deducción de gastos financieros como el límite adicional introducido en la reforma. Este límite adicional será aplicable en tanto que se cumplan una serie de condiciones, estipuladas en el precepto: por un lado, los gastos financieros deben provenir de operaciones de endeudamiento con la finalidad de adquirir participaciones o acciones de una sociedad, con independencia de su lugar de residencia y cuantía. Por otro lado, con posterioridad debe ocurrir una fusión entre ambas sociedades, no pudiendo ser de aplicación el régimen especial de reestructuración empresarial, en un plazo de cuatro años. Tratándose de estos supuestos, se podrán deducir los gastos financieros, que en el marco de las LBO se configuraría como un crédito de carácter bancario, con un límite superior del 30% del EBITDA de la sociedad adquiriente, sin poder incluir en el cómputo del mismo el EBITDA de la sociedad post-fusión. Es decir, en cuanto al cálculo de la base sobre la que aplicar el 30%, únicamente se puede tener en cuenta el beneficio operativo de la sociedad adquiriente con anterioridad a la fusión. No obstante, existe una cláusula de escape, por la cual no sería de aplicación a los supuestos en los que al apalancamiento sea de cuantía igual o inferior al 70% del valor de la sociedad adquirida. En estos casos, a pesar de no ser aplicable el límite, existe una obligación tributaria por parte de la sociedad adquiriente de minorar la deuda “*al menos en la parte proporcional que corresponda a cada uno de los 8 años siguientes*” hasta alcanzar ese 30% mencionado.

Por otro lado, procederemos al estudio del orden de aplicación de los límites general y adicional establecidos en el precepto.

La normativa en sí no proporciona solución alguna a la cuestión, ni tampoco ha proporcionado la Administración Tributaria respuesta alguna en cuanto a la clarificación de la aplicación del artículo 16.5 LIS. Ello ha ocurrido probablemente debido al período de tiempo transcurrido entre que surgiese la obligación de mostrar su aplicación en la

⁷⁴ Ferrer Vidal, D. "Los gastos financieros derivados de préstamos para la adquisición de participaciones y su posterior fusión: análisis del límite adicional del art. 16.5 LIS." *Quincena fiscal*, 12, 2017, p. 3.

declaración del Impuesto de Sociedades – julio de 2016. No obstante, al no existir informes clarificadores de la Administración Tributaria, acudimos a la resolución de la Dirección General de Tributos (en adelante DGT), en concreto a la consulta V1664-15. La consulta establece:

“El límite establecido en el apartado 5 del artículo 16 de la LIS es adicional al previsto en el apartado 1. Esto significa que se aplica el límite previsto en el apartado 5 y, una vez determinado el importe de los gastos financieros que resulten fiscalmente deducibles por aplicación de dicha regla, estos gastos se adicionan a todos los demás gastos financieros que pudiera tener la entidad, para proceder a la aplicación de lo dispuesto en el apartado 1. Esto es, el límite previsto en el apartado 1 es único para todos los gastos financieros, incluidos los previstos en el apartado 5, que tienen un límite adicional”.⁷⁵

A este respecto, la consulta establece de forma clara que se aplicará en primer lugar el límite adicional, determinando así la proporción de gastos financieros deducibles en el ejercicio actual y los trasladables a los ejercicios futuros, y en segundo lugar se procedería al cálculo de la cuantía deducible en el ejercicio actual, añadiendo los gastos financieros restantes. Una vez realizadas estas operaciones es cuando entra en juego el límite general. Lo que resulta esencial de este proceso es la distinción entre ambos límites, los cuales aparentemente tienen el anteriormente mencionado objetivo de frenar las operaciones en las que una sociedad adquirida soporta la carga financiera de su propia adquisición, en cuanto al aseguramiento de cuantías mínimas deducibles. El límite general establece una cuantía deducible mínima de un millón de euros, lo cual no sucede en el adicional.

Resulta interesante estudiar los motivos por los que el legislador, al margen de lo establecido por el Plan de Acción BEPS, introduce este límite adicional. En nuestra opinión, el legislador parece pretender penalizar aquellas operaciones en las que se utilice un endeudamiento para adquirir sociedades, de tal manera que no sea la sociedad adquirida quien soporte ese gasto financiero. Merece mención el hecho de que el límite adicional se aplique casi en exclusiva a las operaciones LBO, teniendo en cuenta la fuerza con la que el legislador presiona a las mismas. Así, teniendo en cuenta las numerosas críticas que ha recibido el artículo 16.5 LIS, en caso de no conseguir ese efecto penalizador sobre las fusiones apalancadas, procedería una reforma total del mismo, al menos en cuanto a su redacción. Cuestión clave para ello son los denominados “*otros gastos financieros netos*”.

⁷⁵ DGT V1664-15

Como adelantábamos, si al analizar la eficacia del precepto, en cuanto a su función penalizadora de aquellas operaciones en las que la sociedad *Target* soportase la carga financiera de su propia adquisición, descubriésemos que en la práctica ello no se cumple, cabría una reforma del mismo. En definitiva, siempre que los gastos deducibles fuesen menores en caso de no producirse una fusión de ambas empresas tras la adquisición de participaciones que en el caso contrario, podría decirse que el precepto no cumple su función. La forma de cálculo de los gastos financieros deducibles, tratándose de un caso en el que exista fusión entre ambas sociedades con un apalancamiento superior al 70% del precio de adquisición, es el siguiente:

Los gastos financieros derivados de la adquisición serán deducibles hasta un máximo del 30% del EBITDA de la sociedad adquiriente, calculado antes de la fusión. A ello se suman el resto de gastos financieros netos – aquellos que no derivan del endeudamiento con el objetivo de adquirir la sociedad. Esta suma será íntegramente deducible hasta un máximo del 30% del EBITDA de la sociedad post-fusión – es decir del EBITDA conjunto de ambas sociedades – siendo deducibles hasta un millón de euros⁷⁶.

Del procedimiento de cálculo anteriormente expuesto se deduce que, si se cumplen tres condiciones, el efecto del precepto pierde su carácter penalizador, siendo estas:

- a) que el beneficio operativo de la sociedad adquirida sea superior al de la sociedad adquiriente,
- b) que existan otros gastos financieros distintos de los derivados de la adquisición de la *Target* y
- c) que las cifras sean superiores a las establecidas por el límite general, en concreto superiores al millón de euros.

En este sentido, es destacable el hecho de que la base imponible de cálculo de la sociedad post-fusión vaya a ser superior que la de la sociedad pre-fusión en prácticamente todos los casos, salvo que se adquiriera una sociedad que esté incurriendo en pérdidas. Es esta base imponible de cálculo superior la que permite tener unos niveles de deducibilidad mayores. Evidentemente, el 30% de una cifra será mayor cuanto mayor sea esa cantidad. Así, debido a que esta base imponible de cálculo es superior, cuando se supere el límite

⁷⁶ Cremades Cano, A.M. (2019) *La deducibilidad de gastos financieros en el Impuesto sobre Sociedades*. (Trabajo de Fin de Máster) Universidad Nacional de Educación a Distancia (UNED). Instituto de Estudios Fiscales.

general, serán los “*otros gastos financieros netos*” los que determinen si el efecto es neutro, o incluso favorable. En caso de no producirse la fusión, el límite seguiría siendo el 30% del EBITDA de la sociedad adquiriente, que necesariamente será inferior al 30% del EBITDA de las sociedades fusionadas. Será el mínimo deducible de 1 millón de euros del límite general el que cause ésta desafortunada situación. No obstante, es preciso mencionar que el precepto siempre opera de forma efectiva cuando las cifras son relativamente pequeñas – entendiendo por ello que se encuentren muy por debajo del límite general. Ahora bien, una regulación que castigue a quienes presenten gastos financieros relativamente escasos, lo cual se correlaciona con un nivel de recursos inferiores, es decir una norma que perjudique a las pequeñas y medianas empresas, y que pueda incluso mostrar un efecto favorecedor frente a las empresas de gran tamaño, no parece una solución adecuada, teniendo en cuenta el hecho de que, generalizando, suelen ser las compañías grandes las que pueden tener ciertos objetivos de deslocalización.⁷⁷

Al margen de la incongruencia jurídica comentada *supra*, se trata de un precepto cuya aplicación resulta cuanto menos complicada. Concretamente, resulta tarea especialmente difícil la de segregar los beneficios operativos de las sociedades con posterioridad a la fusión, ya que ambos patrimonios habrían quedado totalmente integrados. Tal y como establece Ferrer Vidal⁷⁸, es un precepto que está “*llamado a no aplicarse*”. Más allá de los objetivos que persiga el legislador con las medidas de este carácter, no creemos que sea acertado mantener en el ordenamiento jurídico una norma que, en primer lugar, muestra incongruencias y, en segundo lugar, no muestra señales de aplicación práctica. Por todo ello, en nuestra opinión la norma necesita de una reforma. La propia autora sugiere una serie de modificaciones posibles en cuanto a la cuestión primeramente abordada, esto es, para dotar de una mayor eficacia al precepto en su búsqueda por castigar las operaciones en las que la sociedad adquirida cargue con el peso de los gastos financieros asociados a su compra.

En primer lugar, sugiere una reducción del 30% al 20% en el límite adicional establecido por el artículo 16.5 LIS. No obstante, rápidamente descarta esa sugerencia, por tratarse

⁷⁷ Los gastos financieros derivados de préstamos para la adquisición de participaciones y su posterior fusión: análisis del límite adicional del art. 16.5 LIS, *cit.* pp. 10-11.

⁷⁸ Los gastos financieros derivados de préstamos para la adquisición de participaciones y su posterior fusión: análisis del límite adicional del art. 16.5 LIS, *cit.* p. 5

de una medida que únicamente reubicaría el problema en el límite general establecido por el artículo 16.1 LIS. En segundo lugar, sugiere eliminar el mínimo deducible de un millón de euros. Esta medida igualaría los efectos de una limitación de la deducibilidad de intereses financieros en todas las situaciones, tratando todos los gastos financieros de la misma manera, obviando su procedencia. Si bien se trata de una medida homogeneizadora, no supone un gran avance, ya que las empresas se apoyan en la financiación ajena de forma constante a lo largo del ejercicio de su actividad. Sería una solución ciertamente dura, tendente al hundimiento de empresas que necesitan de apalancamiento para sobrevivir. Por último, sugiere aplicar el mínimo gasto deducible de un millón de euros también al límite adicional. Esta modificación pondría fin al problema anteriormente descrito por el cual se perjudica de forma excesiva a las empresas con menor capacidad de apalancamiento. Sin embargo, tampoco resulta adecuada una medida que traslade ese perjuicio al lado contrario del espectro, perjudicando a las empresas de gran tamaño. Ferrer Vidal establece que no sería una medida justa debido a la especificidad del límite adicional, en el sentido de que éste es aplicable a un supuesto muy concreto, el de la fusión posterior a la compra.

6 CONCLUSIONES

6.1 De la regulación de las LBO:

Debido a que las LBO no se encuentran reguladas de forma concreta en nuestro ordenamiento jurídico, incluso teniendo en cuenta la frecuencia con la que se dan en el mercado de fusiones y adquisiciones, se produce una situación de inseguridad jurídica que únicamente ha sido solventada por la doctrina. Es por ello que, en nuestra opinión, la normativa aplicable necesita de una reforma, con el objetivo de clarificar tanto el concepto de LBO o adquisición apalancada como la licitud de la misma.

6.2 De la prohibición de asistencia financiera:

A pesar de no existir un concepto de LBO tipificado por la normativa española, sí que se ven afectados por la prohibición de asistencia financiera, regulada en los artículos 143.2 y 150 LSC, regulación que prohíbe la asistencia financiera para la adquisición de acciones

o participaciones propias. En primer lugar, se trata de una regulación que utiliza conceptos que carecen de definición jurídica concreta, cayendo sobre la doctrina la tarea de esclarecerlos. Es por ello que, en nuestra opinión, se requiere una normativa que defina de forma clara los conceptos de anticipo de fondos, concesión de créditos, prestación de garantías y de la asistencia financiera, de manera que no exista una multitud de interpretaciones para cada término.

Por otro lado, los países de Europa, en su mayoría, se están inclinando por una postura de flexibilización en cuanto a la prohibición de asistencia financiera, en línea con lo establecido por la reforma de 2006 de la Segunda Directiva. Por lo tanto, no se entiende que España no siga ese camino, optando en su lugar por una mayor rigidez.

6.3 Del artículo 35 LME:

Como se venía diciendo, el legislador ha mostrado una tendencia a favor de la rigidez en cuanto a la prohibición de la asistencia financiera. No obstante, a lo largo de su procedimiento parlamentario, el artículo 35 LME, de manera más concreta en el artículo 33 del Anteproyecto de la LME, presentó un carácter más en línea con la flexibilización típica de la Segunda Directiva. Tras las enmiendas sufridas, la redacción del artículo 35 LME supone una fuente de dudas en cuanto a su interpretación, por lo que se recomendaría una reforma con el objetivo de clarificar la misma.

Por otro lado, resulta destacable la mención al informe del experto acerca de la existencia o no de la asistencia financiera en la operación en cuestión. El informe culmina en todos los casos con un pronunciamiento por parte del experto en cuanto a la viabilidad de la operación, basado en la capacidad de satisfacción de la deuda por parte de la Sociedad *Target*, así como en cuanto a la existencia de asistencia financiera. Es esta segunda cuestión la que produce ciertas dudas. En nuestra opinión, se ha de interpretar de manera que el informe sea de carácter económico-financiero, no pudiendo el experto expresarse en cuanto a la licitud jurídica de la operación. Es por ello que, tratándose de un informe de carácter negativo, entendemos que este no supondría una prohibición de proseguir con la operación.

6.4 De la normativa fiscal contenida en la LIS:

Queda demostrada la ineficacia de la norma, perjudicando en ciertas ocasiones a las empresas pequeñas e incentivando a que las empresas de gran tamaño realicen operaciones LBO. Por ello, en nuestra opinión, una reforma es absolutamente necesaria.

Partiendo de una posición a favor de la libertad de mercados, una opción sería eliminar de forma total el precepto, otorgando una libertad plena a las empresas de endeudarse y deducir los gastos asociados a ella, sin diferenciar entre las distintas finalidades que persiga ese apalancamiento. Sin embargo, esta medida no estaría en concordancia con la clara intención del legislador de frenar la actividad en el mercado de las fusiones apalancadas. En vista de ello, posiblemente la medida más adecuada sea especificar que los gastos financieros no destinados a la adquisición de la sociedad no se sumen para el cálculo de la base imponible final, separando ambas cantidades, de tal manera que la carga financiera proveniente de la adquisición sea un apartado en sí, distinto. Así, el legislador puede continuar en su lucha contra las fusiones apalancadas y el traslado de sus gastos financieros sobre la sociedad *Target* sin afectar al resto de operaciones de endeudamiento. Una empresa que requiera de financiación ajena para sus operaciones puede acudir a ella, con la deducibilidad anteriormente regulada, y aquella que pretenda realizar una LBO sabrá de antemano el régimen fiscal al que se somete. Diferenciando ambos tipos de deuda se alivia la presión sobre las pequeñas y medianas empresas que vieron sus posibilidades de endeudamiento mermadas a través de la reciente reforma, sin perjudicar a las empresas de mayor tamaño.

7. BIBLIOGRAFÍA:

7.1 Legislación:

Boletín Oficial de las Cortes Generales. Congreso de los Diputados. IX legislatura. Serie A: Proyectos de Ley. 8 de octubre de 2008.

Directiva 2003/49/CE del Consejo de 3 de junio de 2003 relativa a un régimen fiscal común aplicable a los pagos de intereses y cánones efectuados entre sociedades asociadas de diferentes Estados miembros

Directiva 2011/96/UE del Consejo, de 30 de noviembre de 2011, relativa al régimen fiscal común aplicable a las sociedades matrices y filiales de Estados miembros diferentes

Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades (BOE núm. 288, de 28/11/2014).

Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (BOE núm. 82, de 04/04/2009).

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (BOE núm. 161, de 3 de julio de 2010, páginas 58472 a 58594).

7.2 Jurisprudencia:

Dirección General de Tributos, 28 de mayo de 2015, (V1664-15)

Sentencia del Tribunal de Justicia (Gran Sala) de 26 de febrero de 2019 en los asuntos acumulados C-115/16, C-118/16, C-119/16 y C-299/16.

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

Audiencia Provincial de Asturias, 28 de noviembre 2002 (JUR 2003, 106592)

7.3 Obras Doctrinales

Armesto Macías, D., “Limitaciones a la deducibilidad de los gastos financieros: comparación de la normativa aplicable en España y en otros países europeos”, *Quincena Fiscal* n.º 1-2, 1-2/2013, pp. 91-97.

Ávila de la Torre, A., “Artículo 162. Concesión de créditos y garantías a socios y administradores.”, Rojo Fernández del Río, A.J. (coord.), Beltrán Sánchez, E.M. (coord.), *Comentario a la Ley de Sociedades de Capital*, Thomson Reuters Aranzadi, Pamplona, 2011, pp 1218-1221.

Bayona Giménez, R. (2000) *La prohibición de asistencia financiera para adquirir acciones propias* (Tesis doctoral). Facultad de Derecho de la Universidad de Alicante, Alicante.

Bongiorno, S. A. (2014). *La prohibición de asistencia financiera en las sociedades anónimas*. Universidad de Salamanca. Salamanca.

Buy-Outs (LBOs) in the EU after BEPS: beneficial owner, abuse of law and the single taxation principle. Danish Cases C-115/16, 116/16, 117/16, 118/16, 119/16 and 299/16.”

Cremades Cano, A.M. (2019) *La deducibilidad de gastos financieros en el Impuesto sobre Sociedades*. (Trabajo de Fin de Máster) Universidad Nacional de Educación a Distancia (UNED). Instituto de Estudios Fiscales.

Díez-Picazo, L. *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*, Thomson Civitas, Madrid, 1996.

Eralaiz Coteló I., "Financiación de las Adquisiciones", Álvarez Arjona, J. M (dir.), y Carrasco Pereira, A. (dir.), *Adquisiciones de empresas*, Thomson Aranzadi, Navarra, 2010.

Fernández Fernández, M.C., *La asistencia financiera para la adquisición de acciones/participaciones propias*, Granada, 2001, págs. 19 y sigs.

Fernández Fernández, MC., “La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones como obstáculo a ciertas compras apalancadas de empresas, o leveraged buy-outs”, *Revista de Derecho Mercantil*, N° 232, pp. 578 y siguientes.

Ferrer Vidal, D. "Los gastos financieros derivados de préstamos para la adquisición de participaciones y su posterior fusión: análisis del límite adicional del art. 16.5 LIS." *Quincena fiscal*, 12, 2017, pp. 23-44.

García-Cruces González, J.A., Sección 4ª. De los negocios sobre las propias acciones, Arroyo Martínez, I. (coord.) & Embid Irujo, J.M. (coord.) & Górriz López, C. (coord.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Tecnos, Madrid, 2009, pp. 727-923.

Grima Ferrada, J., “La compraventa apalancada de sociedades antes y después del artículo 35 de la Ley 3/2009, de abril, de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles.” Cuñat Edo, V., (dir.), Massaguer Fuentes, J. (dir.), Alonso Espinosa,

F.J. (dir.), Gallego Sánchez, E. (dir.), Petit Lavall, M.V. (coord.), *Estudios de derecho mercantil*, Tiran lo Blanch, Valencia, 2013, pp 341-366.

Hernández Bengoa, A., & Ruiz-Gallardón, A. “Leveraged buy outs.” Serrano Acitores, A. (coord.), Saavedra Ortiz, J.J. (coord.), *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*. Editorial Bosch, Barcelona, 2011, pp. 195-227.

Hernández González-Barreda, P., (2019) " Holding companies and Leveraged

Llavinés Castells, J., “LBO, el método que lleva a la bancarrota”, *El Economista*, 25 de febrero de 2016. (disponible en <https://www.eleconomista.es/firmas/noticias/7376125/02/16/LBO-el-metodo-que-lleva-a-la-bancarrota.html>; última consulta 5/04/2019).

Manzano Frías, M.C., “La evolución de las operaciones de leveraged buy out y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera”, *Estabilidad financiera*, 13, 2007.

Marimón Durá, R., *La asistencia financiera de una Sociedad Limitada a sus socios, administradores y otras sociedades de su grupo*, Aranzadi, Pamplona, 2010

Mesa, J. (2015) “La prohibición de la asistencia financiera.” *Mariscal Abogados*. (Disponible en <https://www.mariscal-abogados.es/la-prohibicion-de-la-asistencia-financiera/>; última consulta 02/03/2019).

Paz-Ares Rodríguez, C.J., “Los negocios sobre las propias acciones”, Uría, R. (dir.), Menéndez, A. (dir.), Olivencia, M. (dir.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*. Thomson Civitas, 2003.

Pérez Ramos, C., “Artículo 162. Concesión de créditos y garantías a socios y administradores.”, Prendes Carril, P. (dir), Martínez-Echevarría y García de Dueñas, A. (dir.), Cabanas Trejo, R. (dir.), Ballester Azpitarte, L. (coord.) *Tratado de Sociedades de Capital. Tomo I*, Thomson Reuters Aranzadi, Pamplona, 2017, pp. 906-915

Pires, A. C. (2008). Prohibición de asistencia financiera: concepto y aplicación a operaciones de adquisición apalancadas. *Anuario de la Facultad de Derecho*, (1), 409-433.

Poza Cid, R., “El TJUE se pronuncia sobre el concepto de beneficiario efectivo y abuso de derecho en la Directiva sobre Intereses y Cánones”, *Periscopio Legal*, 2019, (disponible en: <https://periscopiofiscalylegal.pwc.es/el-tjue-se-pronuncia-sobre-el-concepto-de-beneficiario-efectivo-y-abuso-de-derecho-en-la-directiva-sobre-intereses-y-canones/>, última consulta 09/04/2019)

Roncero Sánchez, A., “Ámbito de la exigencia del informe de expertos independientes

en caso de fusiones posteriores a adquisiciones apalancadas”. *Revista de Derecho de Sociedades*, nº 35, 2010, pp. 257-265.

San Pedro, V., & Antonio, L., “La reforma de la asistencia financiera en Europa.” *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, 2006, (5), 1-39.

Sánchez-Calero Guilarte, “Cabén excepciones a la prohibición general de asistencia financiera”, Madrid, 7 de octubre de 2011. (Disponible en <http://jsanchezcalero.com/caben-excepciones-a-la-prohibicion-general-de-asistencia-financiera/>; última consulta 03/04/2019)

Sanz Bayón, P., & Palomero Benazerraf, A. (2013). Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas. *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil*.

Serrano Acitores, A. (2012) *El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo* (Tesis doctoral). Facultad de Derecho de la Universidad Rey Juan Carlos, Madrid.

Serrano Acitores, A. (2014). La prohibición de asistencia financiera en sede de fusiones apalancadas. *Revista Española De Capital Riesgo*, 3, pp. 3-33.

Vargas, C., “Estudios sobre el futuro Código Mercantil: libro homenaje al profesor Rafael Illescas Ortiz.” Madrid: Universidad Carlos III de Madrid, 2015.

Vázquez Cueto, J.C., *Régimen Jurídico de la Autocartera*, Marcial Pons, Madrid, 1995.

Vives Ruiz, F. (2009) *La validez de los Ibos en el derecho español*. (Tesis). Facultad de Derecho de la Universidad Pontificia de Comillas. Madrid.

Vives, F., & Tapias, A. “La Ley De Modificaciones Estructurales (The Law on Structural Modifications)”. *InDret: Revista para el Análisis del Derecho*, 4, 2013.