



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

Asistencia financiera y fusión apalancada. El artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales

Autor: Pablo Carreño Nin de Cardona

5º E-3 A

Área: Derecho Mercantil

Tutor: Daniel Prades Cutillas

Madrid

Junio de 2019

Resumen

En este trabajo explicamos el artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales. En primer lugar, comenzamos presentando la evolución del mercado de las Leveraged Buyouts en las últimas décadas.

En el primer bloque del trabajo definimos que operación entendemos por Leveraged Buyouts, centrándonos en el funcionamiento de la operación y en las partes que intervienen en esta. Tras esto, exponemos los distintos tipos de LBO existentes.

En el segundo bloque del trabajo analizamos la regulación jurídica, partiendo de la evolución histórica, para presentar el concepto de asistencia financiera, así como, los supuestos permitidos por esta. También se analiza la justificación de la prohibición.

Dentro del segundo bloque, analizamos el artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales. También realizamos una presentación de la regulación desarrollada por otros estados de nuestro entorno acerca de esta cuestión.

Palabras Clave: Compraventa Apalancada, Leveraged Buyout, LBO, Asistencia Financiera, Art 35 LME, Ley de Modificaciones Estructurales.

Abstract

In this essay we explain article 35 of Structural Modifications Law (SML) First, we began by presenting the evolution of the Leveraged Buyouts market in recent decades.

In the first part of the essay, we define what operation we mean by Leveraged Buyouts, focusing on how a Leveraged Buyout works and focusing on the parts that are in the operation. After this, we expose the different types of LBO's.

In the second part of the essay we analyze the regulation, starting from the historical evolution, to present the concept of financial assistance, as well as, those situations where the financial assistance is allowed. We also review the justification of the prohibition.

Along the second part of the essay we analyse the article 35 of Ley de Modificaciones Estructurales. To conclude we present the regulation developed by other member states.

Keywords: Leveraged Purchase, Leveraged Buyout, LBO, Financial Assistance, Article 35 SML, Structural Modifications Law.

ÍNDICE GENERAL

1. Introducción	6
2. Análisis y evolución del mercado de las Leveraged Buyouts	6
3. Leveraged Buyouts	10
3.1 Definición	10
3.1.1 Partes Intervinientes.....	13
3.1.2 Esquema de funcionamiento de la operación	14
3.2 Tipos de Leveraged Buyouts existentes.....	15
3.2.1 Merger Leveraged Buyout (MLB).....	15
3.2.2 Management Buyout (MBO).....	16
3.2.3 Management Buyin (MBI)	16
3.2.4 Buy in Management Buyout (BIMBO)	16
3.2.5 Leveraged Employee Buyout (LEBO)	16
3.2.6 Institutional Buyout (IBO).....	16
3.2.7 Owners Buyout (OBO)	17
3.2.8 Leveraged Takeover Bids (LTOB).....	17
3.2.9 Secondary Buyout (SBO)	17
3.3 Justificación de las Leveraged Buyouts	17
4. Regulación Jurídica	18
4.1 Asistencia Financiera	18
4.1.1 Evolución de la regulación	20
4.2 Prohibición de Asistencia Financiera	21
4.2.1 Supuestos permitidos	25
4.2.2 Artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales.....	27
4.2.3 Justificación de la prohibición	32
4.3 Derecho Comparado	33
5. Conclusiones	35
6. Bibliografía	38

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1. Esquema de funcionamiento de una Leveraged Buyout	15
--	-----------

LISTADO DE ABREVIATURAS

Arts.: Artículos

ASCRI: Asociación Española de Capital Riesgo e Inversión.

BIMBO: Buy in Management Buyout

CC: Código Civil

CCo: Código de Comercio

CE: Constitución Española

CE: Comisión Europea

Cit.: Citado

EM: Estado Miembro

FFPP: Fondos Propios

IBO: Institutional Buyout

LBO: Leveraged Buy-Out

LEBO: Leveraged Employee Buyout

LME: Ley de Modificaciones Estructurales

LSC: Ley de Sociedades de Capital

LTOB: Leveraged Take-over Buyout

MBI: Management Buy In

MBO: Management Buyout

MLB: Management Leveraged Buyout

NEWCO: New Company

OBO: Owners Buyout

OJ: Ordenamiento Jurídico

OPA: Oferta Pública de Adquisición

PE: Private Equity

P2P: Public To Private

SA: Sociedad Anónima

SBO: Secondday Buyout

SPV: Special Purpose Vehicle

SRL: Sociedad de Responsabilidad Limitada

TIR: Tasa Interna de Retorno

TC: Tribunal Constitucional

TS: Tribunal Supremo

VC: Venture Capital

Vid.: Véase

1. INTRODUCCIÓN

En el presente trabajo pretendemos abordar la regulación actual de las operaciones de compraventa apalancada seguidas de fusión. Para ello, realizamos un trabajo basado en el razonamiento deductivo, partiendo de lo general para llegar a lo más específico.

En otras palabras, comenzaremos analizando la evolución del mercado de las Leveraged Buyouts, para posteriormente explicarlas en profundidad. Después, estudiaremos la regulación actual desde el concepto de asistencia financiera hasta la regulación específica de las fusiones apalancadas.

Los principales problemas que presentan estas operaciones son los relacionados con la asistencia financiera, ya que la lógica de la operación dicta que son los bienes de la sociedad adquirida los que garantizan la deuda, y a su vez, los que producen los flujos de caja necesarios para repagar esta, por tanto, es necesario conocer la regulación establecida por el legislador y aquellos supuestos que permiten esta, así como, las condiciones.

Como veremos a lo largo del trabajo, pese a que son operaciones de gran complejidad, presentan una serie de beneficios que justifican su realización, pues, entre otras cosas, permite que compañías de gran tamaño sean adquiridas por compañías de un tamaño considerablemente menor gracias a la financiación.

El motivo de la elección de este tema es el interés generalizado alrededor de este tipo de operaciones debido a la reactivación del mercado de operaciones de capital privado a consecuencia de la recuperación económica.

El trabajo ha sido realizado mediante una revisión bibliográfica, complementado con el conocimiento propio obtenido durante mi estancia en un fondo de capital privado, destinado principalmente a la realización de este tipo de operaciones.

2. ANÁLISIS Y EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE LAS LBO'S

Las operaciones de compraventa apalancada suelen ser realizadas por las entidades de capital riesgo, por tanto, lo primero que debemos hacer es definir que entendemos por entidades de capital privado. Para ello, tomaremos la definición propuesta por ASCRI: “El capital privado (*Venture Capital* y *Private Equity*¹) es una actividad consistente en la aportación de recursos financieros de forma temporal a cambio

¹ Venture Capital y Private Equity es la denominación anglosajona para referirse a empresas que desarrollan actividades de inversión de capital privado, cuya única diferencia radica en la fase en la que se encuentran las empresas invertidas. Debido al interés por la conservación y utilización del Castellano, cuando debamos hacer referencia al término Private Equity en este trabajo, lo haremos como fondo de inversión de capital privado.

de una participación en las empresas invertidas (puede ser mayoritaria o minoritaria)”²
La principal diferencia entre un Private Equity y un Venture Capital es la fase en la que se encuentra la empresa receptora de la inversión por parte de las entidades de capital privado, mientras que los Venture Capital invierten en empresas que se encuentran en fases iniciales, los Private Equity invierten en empresas ya consolidadas o en crecimiento, una vez superada esa etapa inicial.

En España, en línea con lo que ocurre en el resto de Europa, no existe una actividad reseñable de entidades bancarias, sino que, la actividad suele ser realizada por las entidades de Capital Riesgo.³

Este tipo de operaciones empiezan a registrarse desde los años setenta, pero no ha tenido un desarrollo apreciable en España hasta el año 2005 debido principalmente a la bajada de los tipos de interés y la aprobación de una nueva legislación (*Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de Capital Riesgo y sus sociedades gestoras*), de esta forma los fondos realizaron una actividad en 2005 un 50% superior a la realizada en el año anterior. En 2006, la actividad fue un 25% superior a la realizada en 2005. Debemos tener en cuenta que la mitad de la actividad realizada presentaba apalancamiento. La tendencia entre las operaciones realizadas en esos años, al igual que lo que estaba ocurriendo en Europa era pasar de asumir la mayor parte de la deuda como deuda senior (90%) a empezar a asumir deuda subordinada⁴.

Con el inicio de la crisis, existía cierto miedo a la hora de lanzar fondos de capital privado (haciendo compras apalancadas), ya que nos encontrábamos con un panorama desolador en el que no existía un presagio de recuperación a corto-medio plazo. Existieron gestoras de fondos de capital privado que desoyendo este aviso decidieron invertir en este periodo de 2008-2012, haciendo del riesgo su mayor aliado, ya que como se demostró a posteriori, estos fondos obtuvieron una rentabilidad mayor a la obtenida por sus

² ASCRI es la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión. Su principal función es la representación al sector de las entidades de Capital Privado (Private Equity y Venture Capital) ante las autoridades, Gobierno, instituciones, inversores, empresarios y medios de comunicación. La definición escogida es aportada por ASCRI en su página web: <https://www.ascricapital.com/que-es-el-capital-riesgo/> (Visitada última vez el 16 de marzo de 2019 a las 15:30h)

³ Vid. ASCRI., Informe de actividad Venture Capital y Private Equity en España. 2018. Puede consultarse en: <https://www.ascricapital.com/wp-content/uploads/2017/05/Informe-ASCRI-2018-1.pdf>

⁴ Las deudas presentan tipos de interés diferentes dependiendo del riesgo de impago ante el que se enfrenta el prestamista. Una deuda senior tiene prioridad de cobro frente a la deuda subordinada ya que es la deuda que antes se cobra en caso de quiebra de la compañía por lo que presenta menor riesgo y, por tanto, un tipo de interés menor. Las entidades de capital privado suelen financiarse con deuda mezzanine (más popular dentro de la deuda subordinada).

predecesores en los 5 años anteriores.⁵ Además, los fondos lanzados en el periodo 2008-2012, presentan una TIR mayor a la TIR media de la industria del capital riesgo en España y superior a la tasa interna de retorno de otros países como Alemania o Italia.

No obstante, merece un desarrollo algo más preciso el periodo de 2008 a 2018, por ser un periodo de inestabilidad y cierta crisis para dicho sector.

En el año 2008, la actividad de los fondos de inversión vuelve a caer respecto a los años anteriores. En 2009 solo existió una operación de más de 100 millones de euros de capital (también conocido como *megadeal*). Si además entramos en las operaciones apalancadas, es decir, las que van a ser objeto de estudio en este trabajo, vemos que en 2009 hay solo 21 operaciones de este tipo, una cifra muy pobre respecto a las 62 operaciones de apalancamiento registradas en 2005⁶.

El año 2009 es considerado como uno de los años negros para la industria de los fondos de inversión de capital privado, debido a ello podemos verlo como un punto de inflexión. En el año 2010 hubo 7 operaciones de más de 100 millones de euros de capital y 18 operaciones de apalancamiento, que pese a que son menos que en 2009 el volumen de estas es mayor⁷.

Al igual que ocurría en el año anterior, son años donde la financiación bancaria es muy difícil de conseguir lo que ralentiza este tipo de operaciones, teniendo esta que ser sindicada entre varios bancos. Además, el Equity aportado también es mayor (el coste del Equity es mayor al de la deuda) lo que hace que sean operaciones menos atractivas a nivel de rentabilidad.

El año 2011 fue un año atípico ya que la crisis en la deuda soberana produjo que el segundo semestre del año no fuese tan dinámico como suele ser en este sector, lo que produjo que solo se cerrasen 5 operaciones de más de 100 millones de Equity. Esto no

5 Para más información vid:

<http://www.expansion.com/empresas/banca/2018/06/07/5b184011e5fdeaf8438b4682.html> (Visitada última vez el 16 de marzo de 2019 a las 16:21h)

6 Vid. ASCRI., Informe de actividad Venture Capital y Private Equity en España. 2010. Puede consultarse en: <https://www.ascrri.org/wp-content/uploads/2010/07/Informe-ASCRI-2010.pdf>

7 Vid. ASCRI., Informe de actividad Venture Capital y Private Equity en España. 2011. Puede consultarse en: <https://www.ascrri.org/wp-content/uploads/2011/07/Informe-ASCRI-2011.pdf>

afecto a las operaciones de compra apalancada, que siguiendo las tendencias de la mejoría aumentaron a 32 operaciones⁸.

Pese a lo que se podía imaginar, el año 2012 fue considerablemente peor que el 2011 ya que las facilidades de acceso a deuda no mejoraron, algo que se materializó en una caída de un 23,5% del volumen de inversión respecto al año anterior. En cuanto a grandes operaciones se mantuvieron en línea con el año anterior, cerrándose 7 de estas, pero disminuyendo considerablemente el número de operaciones apalancadas a 14⁹.

El año 2013 continuó las malas previsiones del año anterior, cayendo de nuevo el volumen de la inversión un 7,5%. Las operaciones de gran tamaño volvieron a números semejantes a los de 2011, reduciéndose también las operaciones apalancadas a 12¹⁰.

Podemos situar el año 2014 como el fin de la crisis financiera para este sector, ya que el volumen de operaciones creció un 45% respecto al año anterior, presentando valores similares a la situación precrisis. El número de grandes operaciones dobló al de los años anteriores, cerrándose 11 de este tipo y 20 operaciones apalancadas¹¹.

El año 2015 continuó el crecimiento iniciado en el año anterior, resultando en 29 operaciones apalancadas y 5 grandes operaciones, con una pequeña disminución del volumen de operaciones, pero no del número de estas que aumentó un 23%¹².

El año 2016 vuelve a ser un periodo de cierta incertidumbre para el sector debido a la inestabilidad política causada por la ausencia de gobierno que se materializó en un descenso en la actividad durante el primer semestre, pero que fue compensado con el segundo, cerrando el año con 9 grandes operaciones y 34 operaciones apalancadas. Un aumento del 33,6% en el volumen de operaciones y de 4% en el número de inversiones muestra continuidad en el crecimiento iniciado en 2014¹³.

⁸ Vid. ASCRI., Informe de actividad Venture Capital y Private Equity en España. 2012. Puede consultarse en: <https://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2012/07/Informe-ASCRI-2012.pdf>

⁹ Vid. ASCRI., Informe de actividad Venture Capital y Private Equity en España. 2013. Puede consultarse en: <https://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2013/04/INFORME-ASCRI-2013.pdf>

¹⁰ Vid. ASCRI., Informe de actividad Venture Capital y Private Equity en España. 2014. Puede consultarse en: <https://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2015/05/Informe-ASCRI-2014.pdf>

¹¹ Vid. ASCRI., Informe de actividad Venture Capital y Private Equity en España. 2015. Puede consultarse en: <https://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2015/06/Informe-ASCRI-2015.pdf>

¹² Vid. ASCRI., Informe de actividad Venture Capital y Private Equity en España. 2016. Puede consultarse en: <https://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2016/06/ASCRI-Informe-Venture-Capital-Private-Equity-2016.pdf>

¹³ Vid. ASCRI., Informe de actividad Venture Capital y Private Equity en España. 2017. Puede consultarse en: <https://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2018/07/Informe-ASCRI-2017.pdf>

En 2017 el ritmo del mercado español sigue constante gracias a la existencia de liquidez, pero muestra que el volumen de España está lejos de otros países europeos como pueden ser Francia, Italia o Alemania. No obstante, fue un año donde se alcanzó el máximo en grandes operaciones con un número de 13, así como, de operaciones apalancadas con 49¹⁴.

Estamos ante un momento bastante idóneo para realizar este tipo de operaciones, ya que los tipos de interés son inexistentes, por tanto, es fácil obtener dinero y además están surgiendo instrumentos de deuda nuevos que permiten flexibilizar las estructuras de capital. Finalmente, hay que destacar que del total de las operaciones de Buyouts en España, la gran mayoría proceden de fondos de capital privado no nacionales.

3. LEVERAGED BUYOUTS (LBO)

3.1. DEFINICIÓN

Cuando hablamos de las Leveraged Buyouts debemos ser conscientes de que no existe una definición contemplada en la ley para este tipo de operaciones, si no que las definiciones que tenemos son intentos de ilustres juristas de definir esta operación a través de descomponerla en las diferentes operaciones que la componen.

Las Leveraged Buyouts, también conocida como adquisición apalancada puede ser definida como una operación de compraventa en la que la parte que compra tiene como objetivo la adquisición total de una sociedad (conocida como Sociedad Objetivo, Sociedad Target¹⁵ o Target a secas) o una participación que le permita controlarla, es decir, mayoritaria. Lo característico de esta operación es que, a diferencia de una operación normal de compraventa, en esta operación se recurre a la financiación para comprar de manera que gran parte del precio pagado proviene del uso de deuda (60%-70% del precio de compra se paga con deuda) y cuyo objetivo es la amortización de esta deuda utilizando los recursos propios y los flujos libres de caja generados por la sociedad adquirida o sociedad objetivo¹⁶. Como hemos visto en la contextualización, este tipo de operaciones suele ser llevado a cabo por fondos de capital privado (Private Equity mayormente) que actúan como compradores. La financiación de los fondos de capital

¹⁴ Vid. ASCRI., *Informe de actividad Venture Capital y Private Equity en España. 2018*. Puede consultarse en: <https://www.ascrri.org/wp-content/uploads/2017/05/Informe-ASCRI-2018-1.pdf>

¹⁵ Pese a que en la mayoría de la literatura relacionada con las Leveraged Buyouts la sociedad objetivo será conocida como sociedad Target, en este trabajo hemos optado por referirnos a esta como sociedad Objetivo, en aras de la correcta preservación del castellano.

¹⁶ Vid. Serrano, A., “La Prohibición de Asistencia Financiera en Sede de Fusiones Apalancadas”, *Revista Española de Capital Riesgo*, nº3, 2014, pp. 5.

privado procede, por un lado, de recursos propios (inversores privados) y por otro, de financiación obtenida de diferentes entidades bancarias o financieras. No obstante, vamos a analizar detenidamente cuales son las notas características de las operaciones de compraventa apalancada.

- En primer lugar, vemos que la normativa encargada de la regulación de la compraventa no es útil a la hora de tratar de regular estas operaciones caracterizadas por una gran complejidad. (arts. 1445 y siguientes del Código Civil y arts. 325 y siguientes del Código de Comercio) Este fenómeno no es propio de España, ya que es la complejidad de las operaciones la que ha provocado la necesidad de una creación jurídica de gran complejidad¹⁷
- El origen de estas operaciones es en países anglosajones¹⁸, principalmente Reino Unido y Estados Unidos, por lo que, debido a ello existe una gran variedad de términos que se han importado directamente.
- Son operaciones con un alto grado de apalancamiento, esto quiere decir que los recursos propios en relación con los recursos ajenos (recursos propios/recursos ajenos) es muy reducido¹⁹. Como hemos comentado, una gran parte de la adquisición se financia con recursos ajenos. Dentro de los recursos ajenos, deberíamos distinguir entre la parte financiada con deuda senior o deuda preferente que presenta un menor tipo de interés por tener menos riesgo de impago (entre el 30% y el 70%) y una deuda subordinada o *mezzanine* de mayor tipo de interés por tener mayor riesgo de impago (entre el 10% y el 30%). El resto de la operación se financia con recursos propios, procedentes de inversores privados del fondo de capital riesgo (entre el 20% y el 40%). Esta fórmula, no responde a ningún tipo de fórmula matemática predefinida, si no que varían en función de las necesidades de la operación.
- Como veremos en el siguiente apartado, son operaciones caracterizadas por la presencia de diferentes sujetos.

¹⁷ Vid. Enciso, M., Serrano, A., “El Retorno de los Leveraged Buyouts Tras la Crisis Financiera: un Análisis de la Tipología y de las Partes Intervinientes”, Noticias Jurídicas, 2015. Disponible en: http://noticias.juridicas.com/conocimiento/articulos-doctrinales/10129-el-retorno-de-losleveraged-buyouts-tras-la-crisis-financiera:-un-analisis-de-la-tipologia-y-de-las-partes-intervinientes/#_ftn1 (Visitada por última vez el 27 de mayo de 2019 a las 16:00h)

¹⁸ Vid. Ares, I., *Asistencia Financiera en las Compras Seguidas de Fusión*. Trabajo de fin de grado dirigido por Inés Fernández Fernández. Universidad Pontificia Comillas (2014)

¹⁹ Vid. Hernández Bengoa, A. y Ruíz Gallardón, A., *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*, Editorial Bosch, Barcelona, 2011, pp. 196-197.

- El esquema de funcionamiento de una Leveraged Buyout, a grandes rasgos, consiste en crear o comprar una sociedad vehículo o *Newco* (procedente de New Company) que será la que, por un lado, reciba la financiación y por otro, ejerce la acción de compra de acciones de la sociedad objetivo. Una vez finalizada la operación, la *Newco* es absorbida por la sociedad objetivo o viceversa. Es en este momento cuando la deuda se sitúa en la compañía sociedad adquirida o sociedad objetivo, que es también la encargada de pagar las deudas con los flujos de caja que genere su actividad. Es en este punto donde encontramos el problema de la asistencia financiera. La sociedad Objetivo, es la que entendemos que soporta la financiación, ya que, o bien garantiza la deuda con sus activos, o bien, se encarga del pago de esta con los flujos de caja libres generados por su actividad habitual. Debido a esto la propia sociedad adquirida es la que se encarga de amortizar la deuda en la que se incurre (por *Newco*) para adquirir la propia sociedad objetivo, pero al mismo tiempo, es la sociedad que garantiza el pago. Esto nos obliga a analizar la compatibilidad de la operación con el artículo 143.2 de la Ley de Sociedades de Capital, que contempla la prohibición de adquisición de participaciones o acciones propias en caso de sociedades de responsabilidad limitada y con el artículo 150 en caso de sociedades anónimas. También es necesario para el caso de fusiones apalancadas acudir al artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales. Por lo tanto, a lo largo del trabajo dedicaremos un apartado a tratar de ver como se configuran las operaciones de compraventa apalancada para no incurrir en las prohibiciones de asistencia financiera recogidas en ambas leyes.
- Son operaciones que tienen un marcado carácter temporal. Esto se debe a que los fondos constituidos por el capital privado presentan ciclos de inversión con una duración menor a 10 años. La lógica de esto responde a la maximización del valor de la sociedad en un periodo de tiempo para tras este periodo proceder a la venta de la empresa adquirida²⁰. Existen diferentes formas de desinversión, ya que podemos ver casos en los que se utiliza una venta privada, hasta salidas a bolsa e incluso pasar por una segunda adquisición de la empresa por parte de otro fondo de inversión.

²⁰ Vid. Hernández Bengoa, A. y Ruíz Gallardón, A., *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*, Editorial Bosch, Barcelona, 2011, pp. 197-198.

3.1.1. PARTES INTERVINIENTES

En las operaciones de Leveraged Buyouts intervienen principalmente 4 sujetos. En primer lugar, la empresa compradora, en segundo la empresa objetivo, en tercer lugar, los equipos de abogados de las diferentes empresas y partes, en cuarto lugar, las entidades financieras y finalmente un banco de inversión. Por tanto, vamos a analizar de manera más detallada cual es el rol de cada parte.

El comprador, es decir, fondos de capital privado son fondos de capital riesgo que invierten en empresas que no se encuentran en su fase inicial y de crecimiento. Estos fondos de capital riesgo una vez adquirida, participan en la sociedad objetivo en un porcentaje que permita tener control sobre ella. Estas empresas suelen reunir una serie de características tales como: empresas en crecimiento y con potencial de seguir haciéndolo, con ingresos recurrentes, con flujos de caja libre constantes y que cuentan con un margen de Ebitda²¹ superior a un determinado porcentaje. Además, los fondos de capital privado suelen tener en su cartera otras empresas complementarias a la empresa objetivo (o la intención de adquirirlas después) para aumentar su rentabilidad. En definitiva, son operadores que a través de operaciones de reestructuración, fusiones y adquisiciones buscan obtener rentabilidad.²²

La empresa Objetivo puede ser cualquiera que reúna las condiciones anteriores o que sin reunir las presente atractivo para los fondos de inversión, por lo que no merece más explicación. Por lo general son empresas que se encuentran explotadas por debajo de sus posibilidades y que pueden permitir al adquirente generar sinergias o economías de escala al integrarse en su patrimonio.

En cuanto a los diferentes equipos de abogados sus funciones no son distintas a las habituales en este tipo de trabajos, ya que se labor se centra en la preparación de los distintos documentos legales necesarios, tales como, contratos, *Due Dilligence*, acuerdos de no competencia...

En tercer lugar, participan diferentes entidades cuyo objetivo es la financiación de la operación. Al pensar en sujetos dedicados a la financiación lo normal es pensar en bancos, pero pese a que son los que financian la mayor parte, no son los únicos, ya que también existen otros encargados como fondos de inversión o inversores particulares. Estos

²¹ El margen de Ebitda se halla dividiendo el Ebitda entre los ingresos operacionales. Margen de Ebitda = EBITDA/Ingresos Operacionales.

²² Vid. Arango, V. L., & Durango, G. M. (2014). Private Equity y Venture Capital: diferenciación y principales Características, Clío América, 8 (16), pp. 178.

aportan la parte considerada como recursos ajenos, ya que los recursos propios son aportados por los fondos de capital privado.

Finalmente, encontramos el papel de los bancos de inversión cuyo papel es fundamental. Los bancos de inversión suelen ejercer diferentes labores.

- Invierten dinero en la operación.
- Actúan como consejeros de la operación ya que ostentan una representación significativa en el Consejo de Administración de la empresa objetivo, estando en contacto con los órganos directivos y gerentes de esta.
- Deben buscar compradores y vendedores, haciendo de punto de unión para la negociación entre estos. En otras palabras, se encargan de estructurar el acuerdo.
- Finalmente, organizan la financiación, estableciendo los tramos de deuda. (deuda senior, deuda subordinada, deuda convertible...)

3.1.2. ESQUEMA DE FUNCIONAMIENTO DE LA OPERACIÓN.

Algo que debe ser una constante en esta primera parte del trabajo tan conceptual es el hecho de que las operaciones no son todas iguales, sino que lo que tratamos con esto es presentar aquellas características comunes a la mayoría de las operaciones.

Una vez sabemos esto, vamos a explicar las fases que están de manera habitual en la estructuración jurídica de las Leveraged Buyouts²³.

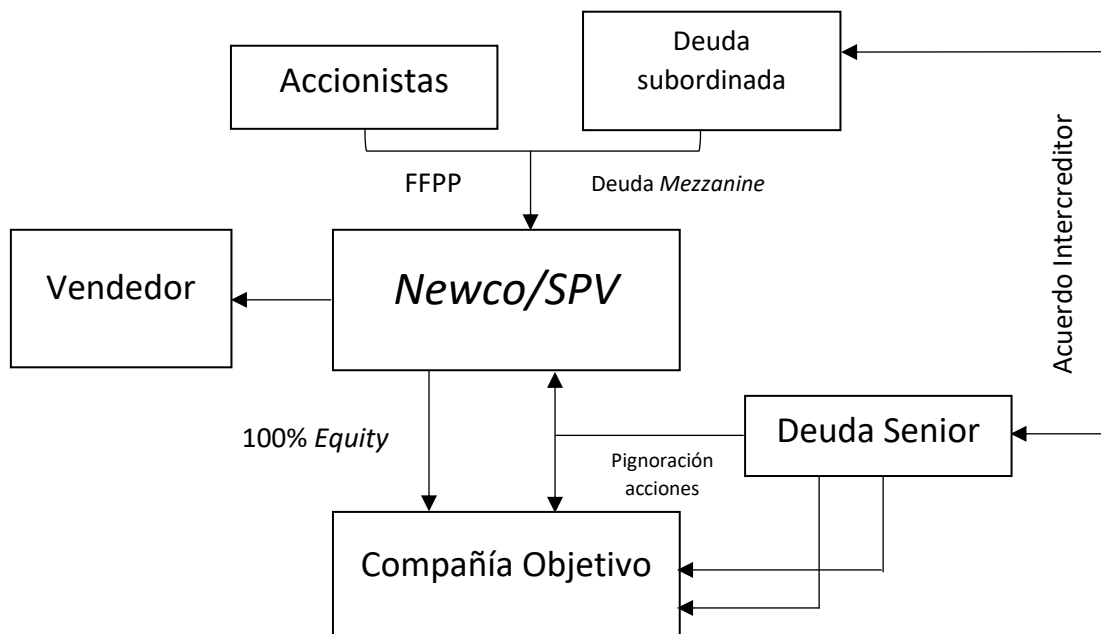
- En primer lugar, la constitución de una nueva sociedad, con una función única y exclusiva, llamada *Newco*, anglicismo proveniente de *New Company*. Puede ocurrir que encontremos artículos donde se refieren a *Newco* como *SPV* o *Special Purpose Vehicle*. El tipo de sociedad más idóneo para estas operaciones son las sociedades de responsabilidad limitada, siendo indiferente si se trata de una anónima o de una limitada.
- Tras la constitución tiene lugar la financiación de *Newco*. Por un lado, con la suscripción de los préstamos con las diferentes entidades financieras que participan en la operación. Estos préstamos se garantizan con la pignoración de las participaciones o acciones que la sociedad creada va a adquirir de la sociedad objetivo. Por otro lado, aportaciones de capital del fondo que lleva a cabo la operación. Estos son los más habituales, pero pueden ser otros sujetos los que

²³ Vid. Hernández Bengoa, A. y Ruíz Gallardón, A., *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*, Editorial Bosch, Barcelona, 2011, pp. 205-208.

financien la operación como, por ejemplo, el equipo directivo, fondos de capital riesgo, inversores institucionales o incluso inversores particulares.

- En tercer lugar, encontramos dos posibilidades. La primera es que *Newco* se integre en la sociedad Objetivo (*reverse merger*) y la segunda es que la sociedad Objetivo se integre en *Newco* (*forward merger*). En este momento tiene lugar el cambio de control sobre la sociedad y es aquí donde debe cumplirse con las garantías otorgadas a cambio de la financiación.
- Finalmente, la sociedad compuesta por la fusión de ambas repaga la deuda adquirida con los flujos de caja libres generados por su actividad.

Figura 1: Esquema de funcionamiento de un LBO.



Fuente: Adaptado de Hernández, A., y Ruíz, A. (2011)

3.2. TIPOS DE LEVERAGED BUYOUTS EXISTENTES.

Existen distintos tipos de compraventa apalancada cuya especialidad puede venir dada por diferentes elementos. Se puede deber a la estructura de la operación, por ejemplo, incorporando un negocio a parte de la compraventa y de la financiación, o puede ser consecuencia de que intervengan en la operación o sea llevada a cabo por determinados sujetos.

3.2.1. MERGER LEVERAGED BUYOUT (MLB)

Supone una fusión con posterioridad a la compraventa y es la más utilizada en la práctica debido a que presenta beneficios tributarios y obligacionales. La fusión como hemos visto anteriormente se da entre la sociedad compradora constituida para ese negocio en

concreto y la sociedad objetivo. Se crea una sola persona jurídica responsable del total de las obligaciones adquiridas. La fusión puede darse creando una nueva sociedad, lo que extingue la personalidad jurídica de las sociedades fusionadas, o mediante la integración de una en la otra²⁴. (*newco* en la sociedad objetivo o viceversa)

3.2.2. MANAGEMENT BUYOUT (MBO)

Es el primer tipo dentro de la clasificación de las Leveraged Buyouts en función de quien sea el sujeto adquirente²⁵. En este supuesto la adquisición de la sociedad objetivo es llevada a cabo por los propios directivos de la Sociedad adquirida. Estos pueden precisar de apoyo financiero externo. Es lógico que se desarrollen estas operaciones, ya que permiten la adquisición a un precio menor que el que supondría para alguien externo, además estos tienen un conocimiento extenso de la compañía que están adquiriendo.

3.2.3. MANAGEMENT BUY IN (MBI)

Se trata del segundo tipo dentro de la clasificación dependiendo del sujeto. Lo particular de esta operación es que la compra de la sociedad objetivo es ejecutada por un equipo externo, dedicado de manera profesional a eso y que suele ser seleccionado por el patrocinador financiero. (normalmente equipos con los que ha trabajado antes y resultan de su confianza) La justificación suele residir en que las entidades financieras no confían en los equipos gestores de la sociedad para explotar y obtener el máximo rendimiento de esta, por lo que, prefieren elegir ellos al equipo que desarrollará esta labor

3.2.4. BUY IN MANAGEMENT BUYOUT (BIMBO)

Se trata de un supuesto que resulta de la combinación de los dos anteriores, ya que la adquisición de la sociedad objetivo es realizada por los directivos de esta, unidos a un equipo de confianza de las entidades financieras.

3.2.5. LEVERAGED EMPLOYEE BUYOUT (LEBO)

La adquisición de la empresa objetivo la realizan los empleados de esta. Como primera consecuencia, supone que estos empleados dejan de trabajar para otra persona, lo que repercute de manera positiva en su motivación. Esto debería materializarse en lealtad al trabajo.

3.2.6. INSTITUTIONAL BUYOUT (IBO)

²⁴ Vid. Gimeno Ribes, M., *La Fusión Posterior a una Adquisición de Sociedad con Endeudamiento de la Adquirente (Análisis del Art. 35 de la Ley de Modificación Estructural)*. Tesis Doctoral Dirigida por José Miguel Embid Irujo. Universidad de Valencia (2015) pp. 31-33

²⁵ Vid. Serrano, A., “La Prohibición de Asistencia Financiera en Sede de Fusiones Apalancadas”, *Revista Española de Capital Riesgo*, nº3, 2014, pp. 7.

Se caracterizan principalmente por la participación mayoritaria de un inversor institucional en la operación.

3.2.7. OWNERS BUYOUT (OBO)

La adquisición la realiza uno de los socios de la sociedad objetivo, que adquiere las participaciones del resto de socios.

3.2.8. LEVERAGED TAKE-OVER BIDS (LTOB)

Como hemos expuesto anteriormente, las Leveraged Buyouts suelen realizarse sobre sociedades anónimas o de responsabilidad limitada. En este supuesto, la adquisición se realiza sobre sociedades cotizadas. Suelen ser conocidas como *public to private* (P2P) debido a que una vez finalizada la adquisición se excluye la sociedad de cotización.

3.2.9. SECONDARY BUYOUT (SBO)

Como vimos, existían diversas formas de salir una vez terminado el plazo para el cual el fondo adquiere la sociedad. En caso de que la salida de la sociedad adquirida se realice en favor de otro fondo de capital privado, esta operación será considerada una *Secondary Buyout*, puesto que se realizará el mismo proceso por segunda vez consecutiva. En definitiva, un fondo de capital privado adquiere la sociedad a otro fondo de capital privado.

3.3. JUSTIFICACIÓN DE LAS LEVERAGED BUYOUTS.

El éxito de las operaciones de compraventa apalancadas reside principalmente en cinco principios²⁶.

- El primero es la colaboración que caracteriza a las sociedades no cotizadas, ya que, al no estar el accionariado tan disperso, existe una relación continua de comunicación entre los inversores y el equipo gestor. La existencia de dependencia mutua entre los socios y los inversores hace ambos sean conscientes de lo que aporta la otra parte lo que genera sinergias entre ambos colectivos que se materializan en que uno desarrolla la estrategia y el otro es el encargado de desarrollar esta, llevándola a cabo y tratando de conseguir los objetivos marcados.
- El segundo es la estructura financiera que caracteriza a las operaciones de Leveraged Buyouts consistentes en utilizar a la compañía objetivo para repagar la deuda adquirida. Esto permite desarrollar estructuras financieras que combinen distintos tipos de deuda, además de recursos propios, perfectamente calculados y

²⁶ Vid. Sharp, G., *Buyouts. A Guide for the Management Team*, Editado por Alex Shinder, Londres, 2009. Pp. 2-3.

ajustados a las necesidades de la sociedad adquirida u objetivo. Como se ha realizado antes de la adquisición un estudio, existe certeza acerca de la consistencia y confianza que se debe tener en los flujos de caja que va a producir la sociedad objetivo. Esto unido a que el coste de los recursos ajenos es inferior al coste de los recursos propios, hace que sean operaciones altamente rentables.

- Los objetivos que se deben lograr en los años que la sociedad esté mantenida están claramente definidos. Esto puede realizarse debido a que suelen adquirirse sociedades que reúnen una serie de características, de las cuales una común siempre es encontrarse con potencial de crecimiento y actuando en un mercado en crecimiento, lo que hace que puedan definirse estos objetivos de manera previa. Además, suelen ser sociedades que presentan estructuras de costes que permiten recortes lo que repercute en un ahorro.
- El modo de compra de la sociedad objetivo está definido de manera previa a la operación, lo que supone que no va a haber un conflicto de intereses, ya que, si se considera que el equipo directivo existente es el más preparado para ello, este será mantenido, alineando sus objetivos con los objetivos del fondo de capital privado con recompensas que hagan que no puedan existir conflictos de intereses reseñables. Normalmente, se da al equipo de dirección una participación en la sociedad, de manera que cuanto más crezca la compañía más dinero ganarán.
- Además, no todas las compañías que reúnen los requisitos de los que hemos hablado en otros apartados (generación de flujos de caja consistentes, ingresos recurrentes o empresas infravaloradas) las convierten en empresas idóneas, si no que deben ser empresas que ofrezcan un camino real de creación de valor²⁷.
- Finalmente, los fondos de capital privado suelen estar especializados en sectores o en tipos de empresas, lo que hace que cuando adquieren varias del mismo tipo, por un lado, tengan ya experiencia real en la gestión de estas compañías, y, por otro lado, puedan crear sinergias y economías de escala mediante la combinación de estas.

4. REGULACIÓN JURÍDICA

4.1. ASISTENCIA FINANCIERA

²⁷ La creación de valor de los Private Equity reside en que son empresas que compran a la sociedad objetivo pagando un múltiplo de su Ebitda, por ejemplo, 5x el Ebitda. Como a la hora de vender se aplica el mismo principio, es decir, se vende normalmente por el mismo múltiplo que se compró, si has hecho una buena gestión y has aumentado el Ebitda, al vender a 5x Ebitda estarás vendiendo por un importe mayor al importe de compra.

Las operaciones de compraventa apalancada están relacionadas con la asistencia financiera como analizaremos más adelante. Para que nos encontremos ante operaciones de asistencia financiera debemos enfrentarnos a negocios sobre las propias acciones o participaciones, de manera que la sociedad actúe financiando la adquisición de un tercero (que puede ser socio) de acciones de la propia sociedad, asumiendo en esta operación costes para la sociedad. El mayor problema de esta figura como veremos a lo largo del trabajo es la falta de desarrollo normativo y ausencia de jurisprudencia. Por tanto, presentaremos el concepto de asistencia financiera y expondremos la evolución de esta figura, desde su nacimiento hasta el momento actual²⁸.

El problema de las Leveraged Buyouts reside en la forma en la que se amortiza la deuda, ya que esto se realiza con los flujos de caja generados por la propia sociedad adquirida (sociedad objetivo), que es la sociedad que ha garantizado la deuda, ya que se ha utilizado su patrimonio, acciones o activos para ello, lo que confronta directamente con las prohibiciones recogidas en los arts. 143.2 de la LSC y 150 de la LSC (Sociedades de Responsabilidad Limitada y Sociedades Anónimas Respectivamente)²⁹

Como hemos visto, es la sociedad objetivo es la que realmente soporta ese coste financiero, ya que además de asegurar la deuda con sus activos o acciones se encarga de repagar esta, lo que nos obliga a plantearnos la legalidad de la operación, ya que supone disminuir el patrimonio de la sociedad con el consiguiente perjuicio para acreedores y socios³⁰.

Por tanto, existe cierto elemento finalista en la prohibición de la asistencia financiera, puesto que para que consideremos la prohibición, debe darse la adquisición de acciones propias, lo que resulta llamativo, pues no exige un resultado negativo para acreedores o socios. Esto hace que cuando estemos ante este tipo de operaciones debamos apreciar el nexo causal, pues no todas las operaciones de asistencia financiera están prohibidas. Esto nos obligará a acudir a las reglas de interpretación de los contratos³¹, para intentar resolver la voluntad de las partes y a partir de ahí subsumirlas en los arts. 143 y 150 de la LSC.

²⁸ Vid. Palomero Benazerraf, A., Sanz Bayón, P., “Alcance la Prohibición de Asistencia Financiera en las Fusiones Apalancadas”, *Aranzadi Civil-Mercantil, Revista Doctrinal* Vol. 2º, nº3, 2013, pp.5-6

²⁹ Vid. Serrano, A., “La Prohibición de Asistencia Financiera en Sede de Fusiones Apalancadas”, *Revista Española de Capital Riesgo*, nº3, 2014, pp. 9

³⁰ Bayona Giménez, R., *La Prohibición de Asistencia Financiera Para la Adquisición de Acciones Propias en las Sociedades Anónimas*. Tesis Doctoral Dirigida por Luis Fernández de la Gándara. Universidad de Alicante (2000) Pp. 373.

³¹ Las reglas de interpretación de los contratos se encuentran en el Código Civil, más concretamente en los artículos 1282 y siguientes.

4.1.1. EVOLUCIÓN DE LA REGULACIÓN.

Es importante a la hora de abordar esta cuestión conocer su desarrollo y evolución, para entender como el derecho comunitario influye en España. En otras palabras, conocer el origen de la prohibición y como esta llega a nuestro país. Como veremos a continuación, esta prohibición tiene origen en Inglaterra, pasando del derecho británico a nuestro derecho.

Inglaterra, a principios de 1900 ya consideraba de forma peligrosa las operaciones que suponían asistencia financiera en la adquisición de acciones propias³². Esto fue descrito por el *Greene Comittee*³³ (1926), no obstante, esto no llevaba aparejado la necesidad de una prohibición específica, sino que, tal y como fue descrito en esa época, la amenaza era debido a una práctica diseñada en la operativa diaria londinense, cuyo objetivo era vulnerar de manera disimulada la prohibición establecida en la *House of Lords*³⁴ cuya regla, de manera general, prohibía la autocartera pues consideraba esta una devolución a los socios de su capital aportado (la ley permitía determinados casos). Como ocurre con el *Common Law*³⁵, esta pasó a los códigos británicos. Una práctica habitual en el *Common Law*, ya que cuando un órgano judicial considera que existe una conducta antijurídica o que produce un resultado contrario a la ley, tiene la potestad de formular una regla que prohíba o controle esta conducta.

De la legislación de Reino Unido esta prohibición se integró en el derecho comunitario con la Segunda Directiva de 13 de diciembre de 1976 (77/91/CEE). Es importante destacar que esta Directiva está realmente influenciada por Reino Unido puesto que realiza la prohibición en unos términos realmente semejantes a los propuestos por la *Companies Act de 1948*³⁶ y anteriores. Por tanto, hemos considerado importante conocer donde surge esta prohibición y a través de que mecanismo pasa a Europa.

La Directiva contenía una prohibición prácticamente absoluta, pero solo para las Sociedades Anónimas. Esta prohibición entra en 1989 en España en a través del art. 81 de la LSA, posteriormente refundida con el art. 40 de la Ley de Sociedades de

³² Vid. López Mateo, M., “Asistencia Financiera: Análisis y Crítica del Derecho Vigente. Ley 3/2009”, *Revista De Derecho Mercantil*, nº 272, 2009 pp. 3-4.

³³ Para conocer más acerca de esta cuestión acudir al *Report of the Company Law Amendment Committee*, también conocido como Report of the Greene Committee.

³⁴ La Cámara de los Lores es la Cámara Alta del Parlamento del Reino Unido. El Parlamento también incluye al Supremo y a la Cámara de los Comunes (Cámara Baja).

³⁵ Es el Derecho Anglosajón, tiene sus orígenes en la Inglaterra Medieval. El Derecho es creado por los Tribunales a partir de sus decisiones.

³⁶ *La Ley de Sociedades de 1948 del Parlamento Británico que regulaba a las sociedades en Reino Unido.*

Responsabilidad Limitada de 1995, dando lugar a la Ley de Sociedades de Capital³⁷, que regula estas prohibiciones en los arts. 143.2 y 150. El problema de esta ley es que surge sin recoger lo propuesto por la Directiva 2006/68 de 6 de septiembre³⁸ que incrementa la flexibilidad, para pese a que existen determinados requisitos, permitir los Leveraged Buyouts incluyendo la asistencia financiera de la propia sociedad. Al no recoger esta directiva la Legislación Española se encuentra retrasada respecto a la europea.

No obstante, la Directiva 2006/68 fue traspuesta por la Ley 3/2009 sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles.

No obstante, la Ley de Sociedades de Capital es más flexible que su predecesora debido al panorama de excesiva liquidez (concentrada en los mercados de m&a) existente cuando se promulga.

4.2. PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA.

La asistencia financiera se regula en la Ley de Sociedades de Capital haciendo una diferenciación entre las Sociedades Anónimas y las Sociedades de Responsabilidad Limitada. El art. 143³⁹ LSC establece una prohibición al anticipo de fondos, a la concesión de créditos o préstamos, al otorgamiento de garantías y a la facilitación de asistencia financiera cuando el objetivo consista en adquirir acciones propias o de sociedades dependientes del grupo al que esta pertenezca. El art. 150⁴⁰ de esta misma ley, establece

³⁷ *Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.*

³⁸ *DIRECTIVA 2006/68/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 6 de septiembre de 2006 por la que se modifica la Directiva 77/91/CEE del Consejo en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital:* Art. 23 1): Cuando la legislación de un Estado miembro permita a una sociedad, directa o indirectamente, adelantar fondos, conceder préstamos o dar garantías para la adquisición de sus acciones por un tercero, estas operaciones estarán sujetas a las condiciones enunciadas en los párrafos segundo, tercero, cuarto y quinto.

³⁹ Artículo 143 de la Ley de Sociedades de Capital:

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

2. La sociedad de responsabilidad limitada no podrá anticipar fondos, conceder créditos o préstamos, prestar garantía, ni facilitar asistencia financiera para la adquisición de sus propias participaciones o de las participaciones creadas o las acciones emitidas por sociedad del grupo a que la sociedad pertenezca.

⁴⁰ Artículo 150 de la Ley de Sociedades de Capital:

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 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 de su propio objeto social que se sufraguen con cargo a bienes libres de la sociedad.

la prohibición para la Sociedad Anónima, no permitiéndole otorgar garantías, anticipar fondos, conceder préstamos o facilitar asistencia financiera cuando el objetivo sea la adquisición de acciones o participaciones de la propia sociedad o de una sociedad dependiente del grupo.

Como vemos, pese a que ambos artículos contienen la misma prohibición existe diferencia entre ambos. El art. 143 LSC prohíbe de manera total la asistencia financiera, es decir, tanto de forma vertical (descendente y ascendente) como horizontal. El art. 150 de la referida ley solo contiene la prohibición vertical ascendente, o, en otras palabras, con la sociedad dominante.

La contravención de estos preceptos, como era de esperar, tiene consecuencias. En el caso de la constitución de garantías, si se realiza de forma contraria a la prohibición de asistencia financiera estas serán nulas. Por otro lado, si se adquieren acciones o participaciones por un tercero mediando asistencia financiera, la sanción será de una multa calculada en función del nominal de estas.

Los responsables serán los administradores de la sociedad o los administradores de la sociedad dominante⁴¹.

Lo mejor para comprender la prohibición es descomponerla en los diferentes elementos que la componen.

En primer lugar, el artículo hace referencia a un anticipo de fondos sin más explicación acerca de en qué consiste esta figura. Por tanto, el primer problema que encontramos es una ausencia de definición acerca de que entiende el legislador por un anticipo de fondos⁴². La justificación probablemente es que se debe a una transposición de la Segunda Directiva de la que hemos hablado anteriormente. Ha sido la doctrina la que ha tratado de dar una explicación o una definición acerca de que debe entenderse por anticipo de fondos. Una parte de esta (no de forma unánime) considera que el anticipo de fondos se refiere a una relación contractual, de forma que la sociedad objetivo contrato mediante, pone a disposición de la adquirente una cantidad de dinero, de forma que se produce el anticipo mencionado.

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

⁴¹ Valverde González-Morejón, A., La Asistencia Financiera en Operaciones de Refinanciación y Reestructuración de Deuda. *Diario La Ley*, Nº 8509, Sección Tribuna, 27 de marzo de 2015. Pp. 2

⁴² *Id.* Palomero Benazerraf, A., Sanz Bayón, P., “Alcance la Prohibición de Asistencia Financiera en las Fusiones Apalancadas”, *Aranzadi Civil-Mercantil, Revista Doctrinal* Vol. 2º, nº3, 2013, pp. 13

Como hemos dicho no existe unanimidad, por lo que existe otra doctrina que considera que la palabra anticipar va vinculada al pago anticipado de deudas no vencidas, de forma que la sociedad objetivo paga de manera adelantada las deudas que tiene con la sociedad adquirente con el objetivo de facilitar a esta el acceso a la financiación que necesita para poder adquirir la sociedad objetivo. Esto podría causar perjuicios a los acreedores, ya que reduce sus posibilidades de cobro.

Existe una tercera interpretación doctrinal que defiende que el anticipo de produce cuando la sociedad objetivo entrega dinero o bienes a la sociedad adquirente, sin que sea necesaria la existencia de una relación contractual.

Es importante destacar que no hay una interpretación mejor que otra, pero si que resulta importante destacar aquello que las 3 interpretaciones tienen en común, que es que, gracias a la sociedad objetivo, la sociedad adquirente se coloque en una situación patrimonial mejor a la que no hubiera podido acceder de otra forma. Esto al englobar una serie de supuestos mayores, supone más protección.

No obstante, el mayor problema de esta redacción es la inseguridad jurídica que causa, ya que se trata de una palabra traducida de manera literal “aportación de fondos” que no está contemplada en nuestro ordenamiento jurídico.

En segundo lugar, el artículo hace referencia a la prohibición de concesión de préstamos, que presenta un problema similar al anterior, ya que no existe una definición legal acerca de que debemos entender por ello.

Existen diferentes interpretaciones doctrinales. La primera aboga por la definición del Código Civil⁴³ Con esta interpretación abriríamos una nueva puerta, y es la inclusión, no solo de préstamos de dinero de la sociedad objetivo a la adquirente, sino también los de cosa fungible.

La segunda interpretación doctrinal no se ciñe a lo dispuesto en el Código Civil, realizando una interpretación más extensa pues considera que un préstamo es cualquier negocio mediante el cual la sociedad objetivo concede un crédito a la sociedad adquirente. El problema de esta interpretación es la ausencia de seguridad jurídica, ya que, a

⁴³ Art. 1740 Código Civil: Por el contrato de préstamo, una de las partes entrega a la otra, o alguna cosa no fungible para que use de ella por cierto 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. El comodato es esencialmente gratuito. El simple préstamo puede ser gratuito o con pacto de pagar interés.

diferencia de la interpretación anterior, no está vinculado a ninguna definición de que debemos entender por préstamo.

La finalidad, al igual que la prohibición anterior es la de la protección de accionistas y acreedores de la sociedad objetivo. Una interpretación como la segunda es más flexible y por ello permite ser aplicada a un mayor número de casos, de forma que, permite controlar un mayor número de supuestos. La postura más restrictiva garantiza la seguridad jurídica al tener una definición a la que atenerse, pero permite mayores supuestos de elusión mediante un fraude de ley⁴⁴.

En tercer lugar, el artículo se refiere al otorgamiento de garantías. Son esas garantías que la sociedad objetivo puede prestar para así asegurar la devolución del préstamo recibido por parte de un tercero en favor de la sociedad adquirente. En otras palabras, consiste en vincular a la sociedad objetivo a un préstamo otorgado a la adquirente para la adquisición de la sociedad objetivo. Esto va en contra de la obligación de respeto al objeto social para el que la sociedad fue constituida. Al igual que ocurre con las dos prohibiciones anteriores, debemos acudir a la doctrina para explicar que entendemos por préstamo de garantías. Como es frecuente en estos casos, diferenciamos entre una interpretación más amplia, que trata de integrar en la prohibición, además de los contratos de garantía en sentido estricto (personal o real), también aquellos actos cuya finalidad sea la de obtener resultados similares, teniendo que atender a su finalidad económica. La interpretación más estricta, no considera que esto sea adecuado, ya que no puede entenderse por garantía negocios que no sean de esta naturaleza, por mucho que su función económica sea similar. Como veremos a continuación, la norma prevé una cláusula de cierre, por lo que no es necesario realizar una interpretación extensiva con tal de tratar de aglutinar supuestos que puedan vulnerar la prohibición, ya que será esta cláusula la encargada de esto.

Finalmente, debemos hablar de la cláusula de cierre contenida solo en el artículo 150 de la LSC. Partimos de que la finalidad de este artículo es destacar que no solo se prohíben las conductas anteriores, sino que, por ser las más frecuentes son aquella que se encuentran recogidas en este de manera explícita.

Al igual que con los supuestos, existen interpretaciones doctrinales de esta cláusula. Por un lado, un sector de esta considera que la asistencia financiera es la conducta prohibida por la normal y que lo que hace el artículo no es más que ejemplificar conductas

⁴⁴ Vid. Palomero Benazerraf, A., Sanz Bayón, P., “Alcance la Prohibición de Asistencia Financiera en las Fusiones Apalancadas”, *Aranzadi Civil-Mercantil, Revista Doctrinal* Vol. 2º, nº3, 2013, pp. 14-16.

frecuentes que suponen asistencia financiera. La finalidad de esta cláusula es la de evitar operaciones, que eludan las recogidas por la norma, escapando a la prohibición general pero que supongan asistencia financiera⁴⁵. De esta forma, se combaten los negocios que, en fraude de ley, buscan vulnerar la prohibición de la asistencia financiera, pese a que, para ello, haya que incluir una cláusula de cierre, algo contrario a la seguridad jurídica.

La cláusula de cierre se centra en el elemento subjetivo o la intención de las operaciones realizadas, es decir, asistir financieramente, por tanto, al tratar de controlar esta, se entiende como lógico el sacrificio a la seguridad jurídica puesto que suponen una mayor protección para accionistas y acreedores de la sociedad objetivo.

Para apreciar asistencia financiera, nuestros tribunales exigen el cumplimiento de tres requisitos de manera cumulativa⁴⁶. El primero, exige una operación de financiación realizado por nuestra sociedad a favor de un tercero. El segundo, exige la adquisición de acciones o participaciones propias o de una sociedad del grupo. (debe ser del grupo de la sociedad que facilita la financiación). Finalmente, una relación entre ambas operaciones, de forma que, la financiación sea una causa determinante de la adquisición.

En definitiva, estos artículos prohíben la asistencia financiera, y con ello, aquellas operaciones que permitan que la sociedad objetivo asista a la sociedad adquirente. La redacción tan abierta encuentra su justificación en que merecen mayor protección los socios y acreedores de la sociedad objetivo que la seguridad jurídica, lo que no quiere decir, que no resulte conveniente una nueva redacción que garantice en mayor medida la seguridad jurídica⁴⁷.

4.2.1. SUPUESTOS PERMITIDOS.

Existen tres excepciones a la prohibición que debemos analizar. Dos de las excepciones son de origen legal (debido a la condición que ostentan los sujetos que reciben la asistencia financiera) mientras que la tercera es de origen jurisprudencial. Pese a que analizaremos las tres, la que más nos interesa comprender es la tercera, ya que es la que nos va a permitir entender porqué están permitidas las operaciones de compraventa apalancadas y bajo que condiciones.

⁴⁵ Vid. Bayona Giménez, R., *La Prohibición de Asistencia Financiera Para la Adquisición de Acciones Propias en las Sociedades Anónimas*. Tesis Doctoral Dirigida por Luis Fernández de la Gándara. Universidad de Alicante (2000) Pp. 368-370.

⁴⁶ Vid. Valverde González-Morejón, A., La Asistencia Financiera en Operaciones de Refinanciación y Reestructuración de Deuda. *Diario La Ley*, N.º 8509, Sección Tribuna, 27 de marzo de 2015 Pp.4.

⁴⁷ Vid. Palomero Benazerraf, A., Sanz Bayón, P., “Alcance la Prohibición de Asistencia Financiera en las Fusiones Apalancadas”, *Aranzadi Civil-Mercantil, Revista Doctrinal* Vol. 2º, nº3, 2013, pp. 17-18.

La primera excepción es a relativa a negocios realizados a favor del personal de la empresa⁴⁸ reflejada en el artículo 150.2 de la Ley de Sociedades de Capital. Esta excepción tiene dos motivos principales. El primero es la participación de los trabajadores en el capital empresarial (artículo 129.2 de la Constitución Española). Esto se introduce con la Segunda Directiva, ya que prevé un régimen especial para aquellos casos en el que los beneficiarios formasen parte de la empresa, cuyo objetivo es fomentar la implicación de los trabajadores en la sociedad. El mayor problema que presenta esta excepción es el mismo que el que hemos encontrado anteriormente relativo a la delimitación del término utilizado, ya que no encontramos una definición legal de personal de la empresa, por lo que han tenido que ser los tribunales los encargados de resolver esta cuestión. Diferenciando levemente los tipos de trabajadores que podemos encontrar sabemos que los altos directivos se ven sometidos a un régimen jurídico distinto, consejeros y administradores, al carecer de los requisitos de ajenidad y dependencia, no son considerados empleados (relación mercantil). En el caso del trabajador (alto directivo) que a su vez es consejero o administrador, se considera relación mercantil⁴⁹. Por tanto, todos aquellos unidos a la empresa por medio de una relación mercantil no serán considerados personal laboral a efectos de la excepción. El TS ha sido el encargado de fijar mediante jurisprudencia la exigencia de una relación laboral entre el trabajador y la empresa para que pueda beneficiarse de la excepción. Se aplican unos criterios muy próximos a los de la jurisdicción de lo social.

Por tanto, vemos que los problemas existentes con la falta de definición de personal de la empresa se superan con matizaciones jurisprudenciales, no existiendo problemas hoy acerca de cuándo estamos ante esta excepción.

La segunda excepción también es de carácter legal y se encuentra recogida en el artículo 150.3 de la Ley de Sociedades de Capital. Al igual que ocurre con la excepción anterior no existe inseguridad jurídica en lo relativo a esta excepción. Esta excepción recoge las operaciones efectuadas por entidades de crédito cuando estas operaciones sean las propias de su objeto social. En otras palabras, la legislación no aprecia asistencia financiera cuando la adquisición de acciones o participaciones propias o de la sociedad dominante

⁴⁸Vid. Palomero Benazerraf, A., Sanz Bayón, P., “Alcance la Prohibición de Asistencia Financiera en las Fusiones Apalancadas”, *Aranzadi Civil-Mercantil, Revista Doctrinal* Vol. 2º, nº3, 2013, pp. 20-22.

⁴⁹ Para conocer más acerca de como se califican estas relaciones es conveniente leer acerca de la Teoría del Vínculo. Se trata de la solución utilizada en la jurisprudencia de lo social. Ha sido importada para resolver estos supuestos.

se realice por bancos u otras entidades de crédito⁵⁰ siempre y cuando se den dos requisitos: El primero, exige que sea una actividad ordinaria de su objeto social⁵¹ y el segundo, que se realice con cargo a bienes libres de la sociedad.

Es lógica esta excepción, ya que no tendría sentido limitar de manera injustificada las actividades propias de su objeto social, necesaria para el tráfico económico.

Finalmente, la tercera excepción que encontramos es de carácter jurisprudencial, y es la relativa a operaciones complejas cuyo objetivo es la modificación estructural, la reestructuración o el saneamiento de la empresa incurso en dificultades.

Como vimos anteriormente, la jurisprudencia exige tres requisitos⁵² para apreciar la existencia de asistencia financiera, por tanto, la especialidad de esta excepción reside en que la asistencia financiera no es la finalidad del negocio jurídico realizado sobre las acciones o participaciones propias, sino que es una fase necesaria para la realización de una operación compleja, cuya finalidad es como hemos explicado anteriormente la modificación estructural, reestructuración o saneamiento de la operación que realiza las operaciones.

Esto genera cierta inseguridad jurídica que hace que determinadas Leveraged Buyouts se encuentren bajo sospecha, no obstante, y pese a que no encontramos una jurisprudencia excesivamente extensa, en la práctica se trata de operaciones realizadas de forma generalizada (operaciones de compraventa apalancada).

4.2.2. ARTÍCULO 35 DE LA LEY DE MODIFICACIONES ESTRUCTURALES

Como hemos visto a lo largo del trabajo, los artículos 150 y 143 de la Ley de Sociedades de Capital, recoge dos preceptos muy rígidos en relación con la asistencia financiera, algo que no concuerda con el intento de flexibilización de la Directiva 2006/68/UE. Como consecuencia, el legislador considera necesario establecer una nueva norma, que valore las operaciones apalancadas en función de las ventajas que estas puedan suponer para la sociedad o los colectivos afectados.

⁵⁰ Para conocer que entendemos por entidades debemos acudir al artículo 1 del *Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, sobre Adaptación del Derecho vigente en materia de Entidades de Crédito al de las Comunidades Europeas*

⁵¹ El objeto social viene determinado en los estatutos sociales. Esto debe ser complementado con la normativa sectorial bancaria.

⁵² 1º Operación de financiación realizado por nuestra sociedad a favor de un tercero. 2º Adquisición de acciones o participaciones propias o de una sociedad del grupo. (debe ser del grupo de la sociedad que facilita la financiación). 3º Relación causal entre ambas operaciones. La financiación debe ser una causa determinante de la adquisición.

Consecuencia de esto es el artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales, que permite enervar la prohibición en los supuestos de Leveraged Buyouts que se vean afectados por la prohibición al ser la sociedad objetivo la encargada de soportar la deuda por la fusión.

Debido a ello este artículo puede considerarse la trasposición de la Directiva 2006/68/UE, pero con un ámbito de aplicación más restringido, ya que solo resulta de aplicación cuando se aprecie asistencia financiera debido a la fusión. En definitiva, es la tercera vía de escape a la prohibición de asistencia financiera⁵³. (junto con las dos de origen legal)

Por tanto, es conveniente conocer el artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales⁵⁴ que recoge la fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente, y establece lo siguiente:

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

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

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

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

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

Por tanto, debemos analizar el artículo en profundidad.

⁵³ Vid. Gimeno Ribes, M., *La Fusión Posterior a una Adquisición de Sociedad con Endeudamiento de la Adquirente (Análisis del Art. 35 de la Ley de Modificación Estructural)*. Tesis Doctoral Dirigida por José Miguel Embid Irujo. Universidad de Valencia (2015) pp. 190-191

⁵⁴ Vid. Ley 3/2009, de 3 de abril de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles.

Ámbito objetivo de aplicación⁵⁵.

El artículo va a resultar de aplicación en dos casos.

El primero, cuando se adquiriera el control de una sociedad, como no da una definición de cuando entiende que existe control, hablamos de control efectivo debiendo aplicar lo dispuesto en el artículo 42.1 del Código de Comercio. En todo caso, entenderemos que existe control cuando ostenten más del 50% de los derechos de voto.

El segundo, mediante la adquisición de activos, ya sean esenciales para la explotación de la sociedad o de gran importancia debido a su valor patrimonial. Al no detallar qué criterios se siguen para considerar que un activo es de carácter esencial o importante genera posibles casos de fraude de ley. Por tanto, solo se debe dar este supuesto cuando esos activos sean todo el patrimonio de la empresa objetivo o los activos de los que hablamos constituyan la mayor parte del patrimonio de la sociedad resultante de la operación.

El artículo habla del endeudamiento, que debe haberse contraído de manera previa en los 3 años anteriores al momento de la fusión, más concretamente, desde la suscripción del acuerdo de fusión. La ley no habla del estado de la deuda en el momento de la fusión, pero de la redacción del artículo 35 puede deducirse que esta debe estar pendiente de pago, ya que, de otra manera, no tendrían sentido los requisitos adicionales que establece el artículo.

En lo relativo al importe, el objetivo de la norma es evitar un endeudamiento excesivo, pero la ley no establece proporciones máximas de deuda respecto al valor de la empresa, al EBITDA⁵⁶ u otros indicadores, de manera que un endeudamiento cuyo objetivo sea adquirir la sociedad objetivo tendrá como consecuencia la aplicación de este artículo. Además, el artículo tampoco establece el origen de la financiación, de manera que puede atribuirse a una entidad financiera o puede provenir de un acuerdo de aplazamiento de pagos con el propio vendedor.

La doctrina, en este punto, se plantea si debiera aplicarse la norma en aquellos supuestos donde el préstamo proceda de la sociedad matriz del grupo al que pertenece la adquirente.

⁵⁵ Vid. Álvarez, S., “Fusión Apalancada y Asistencia Financiera: el Artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales”, Revista El Notario, 2010. Disponible en: <http://www.elnotario.es/index.php/hemeroteca/revista-30/1245-fusion-apalancada-y-asistencia-financiera-el-art-35-de-la-ley-de-modificaciones-estructurales-0-8764917365056386> (Visitada por última vez el 7 de junio de 2019 a las 12:42h)

⁵⁶ Son los ingresos antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización. Es la medida utilizada en el mundo de los fondos de inversión para valorar empresas.

La respuesta por la que aboga la doctrina es que si, ya que no hay distinción explícita en la ley además la sociedad resultante también puede ver su solvencia comprometida, independientemente de que el prestatario pertenezca al grupo.

Finalmente, la finalidad del endeudamiento debe ser la adquisición de la sociedad objetivo, no siendo necesaria la suscripción de una obligación condicionada a esta.

Ámbito subjetivo de aplicación.

Uno de los principales objetivos es la protección del capital social, pero por encima de ello encontramos la solvencia de las empresas, ya que si la empresa es solvente los socios y acreedores se encontrarán amparados, lo que hace que resulte de aplicación a todo tipo de sociedades mercantiles.

No reviste ningún tipo de importancia si la adquirente es la que absorbe o la absorbida, ya que la aplicación del artículo se da en ambos supuestos desplegando los mismos efectos.

El artículo 34 establece la necesidad de un informe de expertos, planteándose el problema de si este es necesario en caso de que la sociedad resultante no sea una Sociedad Anónima. Debemos partir de que el artículo 35 no distingue entre los tipos de sociedades entre los que se da la fusión. Esto unido a que los riesgos de la operación son exactamente iguales para ambas sociedades hace que consideremos que el informe de expertos deba ser necesario independientemente del tipo de sociedad. Finalmente, debemos tener en cuenta que una interpretación más restrictiva haría que no pudiésemos incluir a las operaciones realizadas por empresas de capital riesgo, ya que son casos donde la adquirente es una Sociedad de Responsabilidad Limitada.

Encontramos dos supuestos especiales que también deben ser analizados.

El artículo 49.2 recoge un supuesto de fusión simplificada como es la absorción de sociedades íntegramente participada y asimiladas. En este artículo se excluye el informe de manera explícita, no obstante, si realizamos una interpretación teleológica de esta norma observamos que el supuesto recogido es que la adquirente tenga una posición de control sobre la sociedad objetivo, algo que se da en este supuesto. Por el mismo razonamiento debe aplicarse el artículo 35 al supuesto recogido en el artículo 50 de absorción parcialmente simplificada.

En cuanto al artículo 42 que recoge el acuerdo unánime de fusión, podría pensarse que como exime la aplicación de normas generales está eximiendo al artículo 35. Esto sería un error, ya que es el propio artículo 35 en su último inciso el que recoge este supuesto.

Además, que no resulten de aplicación las normas generales no afecta al artículo 35, puesto que se trata de una norma específica.

Es conveniente analizar si el artículo 35 se aplica a la escisión y a la cesión global. En lo relativo a la escisión, el artículo 73 remite a las normas de la fusión lo que no deja lugar a dudas. El artículo 35 resultará de aplicación en estos casos, salvo las correspondientes especialidades.

Es sorprendente sin embargo el caso de la cesión global donde no encontramos esa remisión a las normas de la fusión. La cesión global apalancada se da cuando una sociedad traspaasa todo su activo y su pasivo a otra sociedad, pagando a esta con un dinero adquirido a través de financiación. En este caso, más bien parece una laguna legal debido a un olvido del legislador que a la voluntad de otorgarle un tratamiento diferente, por lo que, debido a la existencia de una identidad entre ambas operaciones, consideramos que resulta de aplicación el artículo 35.

Existen una serie de requisitos adicionales que deben aportarse. El proyecto debe recoger los recursos con los que cuenta y los plazos de satisfacción de las deudas. En otras palabras, debe recoger como la sociedad va a pagar la deuda contraída.

El informe de los administradores debe recoger las razones que justifican la adquisición de la sociedad y la posterior fusión. Un plan económico y financiero para demostrar la viabilidad de la empresa pese al endeudamiento.

El informe de los expertos debe dar consistencia a las indicaciones anteriores, es decir, a la viabilidad del plan financiero, comprobando la veracidad de los datos ofrecidos por los administradores.

Además, el informe de los expertos debe contener indicaciones sobre la existencia de asistencia financiera, lo que realmente generaría un círculo vicioso, ya que el experto al analizar como se va a reembolsar la financiación determinará la existencia de asistencia financiera prohibiendo así la operación.

Esta mención es consecuencia de una enmienda en el senado y debe ser matizada la interpretación que se da en la práctica. El legislador, en el propio artículo 35 exige una serie de requisitos para controlar la licitud y viabilidad de la fusión apalancada, lo que hace innecesario un informe acerca de la asistencia financiera, ya que como conocemos la lógica de la operación, resultaría en que todos los casos son asistencia financiera.

Es más lógico entender que esta existe, pero que el procedimiento de fusión es una excepción a la prohibición.

Los informes tienen como objetivo informar a los socios y a los acreedores de los efectos de la fusión, permitiéndoles formar su criterio a la hora de ejercer sus derechos de voto u oposición.

Además, los informes de administradores y expertos suponen responsabilidad de ambos respecto de su contenido, ya que existen decisiones dependientes de la veracidad de estos. En definitiva, el artículo 35 debe ser aplicado a los diferentes supuestos de fusiones apalancadas. Como hemos visto anteriormente, se trata de una tercera vía de excepción a la prohibición cuyo origen es jurisprudencial. Este artículo tiene como objetivo favorecer este tipo de operaciones, exigiendo una serie de requisitos para elevar al máximo el control previo, durante y posterior a la operación debido al especial riesgo de estas.

No obstante, como hemos visto, existen una serie de preceptos que inducen a confusión, así como, una laguna legal. Ambos problemas han tenido que ser solucionados mediante la interpretación judicial y la jurisprudencia, algo que debe ser tenido en cuenta a la hora de reformar la ley.

4.2.3. JUSTIFICACIÓN DE LA PROHIBICIÓN.

Tras la crisis el número de operaciones ha ido creciendo progresivamente, lo que ha obligado a aclarar la prohibición legal y precizarla de mejor forma. El fundamento jurídico de esta prohibición reside en mantener íntegro el capital social y proteger a los accionistas y a los acreedores sociales de operaciones perjudiciales para ellos, y además fraudulentas.

Esta prohibición de asistencia financiera trata de regular los negocios sobre las acciones propiedad de la compañía, ya que se sustituye un activo rentable por uno de potencial realización. Esto se entiende mejor si nos imaginamos una sociedad que adquiriese el 100% de sus acciones propias. Esta quedaría sin contenido, no pudiendo los acreedores cobrar sus créditos. Por tanto, debido a la prejudicialidad de estos negocios, el legislador ha establecido límites acerca de los negocios sobre las propias acciones, como por ejemplo el recogido en el art. 148 c).

Como hemos dicho, si se permitiese sin ningún tipo de restricción la adquisición derivativa o la asistencia financiera los acreedores sociales se verían perjudicados al mermar la solvencia de la sociedad. Esta prohibición también encuentra su finalidad en la garantía de los principios de realidad e integridad del capital social. Esto se debe a que estamos ante un sistema que trata de ofrecer seguridad en el tráfico jurídico preservando

la solvencia de las sociedades, buscando garantizar una correspondencia entre capital y patrimonio. De esta forma acentuamos el carácter público de la contabilidad.

Es importante destacar que las Leveraged Buyouts no están prohibidas, pero para que puedan ser validas deben recurrir a estructuras societarias que garanticen determinados intereses jurídicos. Esto es lo que sucede con el art. 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales, que prevé una serie de controles para la validez de esta, y del que hablaremos posteriormente.

Encontramos distintos riesgos que aprecia el legislador en estas operaciones⁵⁷:

- El posible abuso de poder de la administración sobre la junta. Es decir, los administradores pueden mediante la asistencia financiera consolidar su posición facilitando el acceso a personas próximas y de su confianza.
- El alto endeudamiento de la sociedad objetivo puede perjudicar solvencia, de manera que sus acreedores se vean perjudicados.
- Finalmente, existe cierta posibilidad de mediante la asistencia financiera provocar alteraciones en los mercados de valores. Por ejemplo, si compramos una gran cantidad de valores de una compañía, no estamos más que estimulando la demanda, lo que puede repercutir favorablemente en la cotización, evitando por ejemplo una OPA⁵⁸.

Con esto no debemos ver con malos ojos las Leveraged Buyouts, ya que pueden ser claramente beneficiosas para la sociedad adquirida o para los trabajadores, por ejemplo, cuando nos encontremos con sociedades objetivo en concurso de acreedores.

4.3. DERECHO COMPARADO

En anteriores epígrafes hemos podido ver la evolución de la legislación relativa a la asistencia financiera en España, así como su origen, y evolución hasta llegar a nuestro país.

⁵⁷ Vid. Palomero Benazerraf, A., Sanz Bayón, P., “Alcance la Prohibición de Asistencia Financiera en las Fusiones Apalancadas”, *Aranzadi Civil-Mercantil, Revista Doctrinal* Vol. 2º, nº3, 2013, pp.10-12

⁵⁸Oferta Pública de Adquisición: Operación mediante la cual se realiza una oferta a los accionistas por todas o la mayoría de las acciones o participaciones de una sociedad cotizada con el objetivo de hacerse con el control de esta.

En este epígrafe vamos a tratar de conocer la situación fuera de España. Es importante destacar como veremos que no existe una uniformidad en torno a esta cuestión, no obstante, la asistencia financiera es lícita en la mayoría de los ordenamientos jurídicos⁵⁹. El país con mayor influencia es Estados Unidos debido a que es el país que presenta un mayor volumen de operaciones de Leveraged Buyouts a nivel mundial. En Estados Unidos la asistencia financiera está permitida, protegiendo a los acreedores y socios de los problemas que puedan surgir mediante un régimen de responsabilidad de los administradores para aquellos casos en el que estas operaciones, fraudulentas o no, lleven a la sociedad a quiebra o a una situación de insolvencia. En términos generales, los ordenamientos jurídicos de influencia británica permiten la asistencia financiera, y aquellos que mantienen la prohibición la mantienen en términos mucho más laxos que los utilizados en su origen. Dos ejemplos de estos países podrían ser Australia y Nueva Zelanda, que han evolucionado desde una posición que recogía la prohibición absoluta a una que permite la asistencia financiera si se da el cumplimiento de una serie de requisitos. La justificación reside en la protección de socios, acreedores y del interés social.

En Europa, Reino Unido ha sido el país en el que tuvo origen la prohibición, y, por tanto, el motor de la regulación de esta, de manera que su posición crítica acerca de la prohibición de asistencia financiera influyó al legislador comunitario, especialmente en lo relativo a la exigencia de reforma de la Segunda Directiva (artículo 23). Reino Unido defendía una mayor flexibilización de la prohibición de asistencia financiera, consiguiendo su modificación por la Directiva 2006/68/CE⁶⁰. En virtud de esta, los países miembros tenían la opción de, cumpliendo determinados requisitos, autorizar la realización de operaciones de asistencia financiera para adquirir sus propias acciones.

Los requisitos exigidos son tendentes a asegurar el éxito de la operación y inocuidad a socios y acreedores, exigiendo un informe motivado de la justificación, condiciones y riesgos de la operación al órgano de administración y la aprobación de la operación por la mayoría de los socios.

⁵⁹ Vid. Vargas Vasserot, C., *Los Efectos Jurídicos de la Contravención de la Prohibición de Asistencia Financiera para la Adquisición de Acciones Propias*. Estudios sobre el futuro Código Mercantil: Libro homenaje al Profesor Rafael Illescas Ortiz, Universidad Carlos III de Madrid, 2015, pp. 969-972

⁶⁰ La nueva redacción recoge un cambio manifiesto ya que, se pasa de: “una sociedad no podrá adelantar fondos, ni conceder préstamos, ni dar garantías para la adquisición de sus acciones por un tercero” a “cuando la legislación de un Estado miembro permita a una sociedad, directa o indirectamente, adelantar fondos, conceder préstamos o dar garantías para la adquisición de sus acciones por un tercero, estas operaciones estarán sujetas a las condiciones enunciadas”.

Debido a la presión realizada por Reino Unido, se promulgó esta Segunda Directiva que ha provocado que nos encontremos con dos bloques claramente diferenciados en Europa. En primer lugar, encontramos aquellos países cuyos ordenamientos jurídicos se rigen por la Segunda Directiva, entre los que destacan Francia y Alemania. Por otro lado, encontramos aquellos países que en aras de flexibilizar su legislación se rigen por la modificación introducida por la Directiva 2006/68/CE como son Inglaterra, Italia, Bélgica o España (traspuesta por la Ley 3/2009 sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles) generado en este último una excepción para aquellos casos en los que se diese una fusión posterior.

Hay que destacar que el Ordenamiento Jurídico español, en relación con el Derecho Comparado, es de los únicos que recoge la prohibición de asistencia financiera cuando esta se da en Sociedades Limitadas. La causa de esto se encuentra en que la Segunda Directiva solo era de aplicación para las Sociedades Anónimas, lo que hizo que países como Alemania, Reino Unido, Bélgica u Holanda no recogiesen esta prohibición para las sociedades de Responsabilidad Limitada.

Por tanto, vemos en comparación con el resto de los países europeos que la prohibición de la asistencia financiera, pese a incorporar la reforma promulgada por Reino Unido y ser más flexible que determinados estados miembros, también es excesiva en lo relativo a las Sociedades de Responsabilidad Limitada, lo que aleja a España del resto de países de su entorno.

Es importante destacar la regulación aplicada por aquellos países que presentan una mayor experiencia en el campo de la asistencia financiera. Estos países presentan una regulación más flexible, e incluso inexistente, debido a que no confían en que esta regulación sea la indicada para poder garantizar la seguridad jurídica de aquellos sujetos que busca proteger la norma. Es decir, no confían en que esta forma de regularlo sea la indicada para lograr el fin perseguido.

5. CONCLUSIONES.

El ordenamiento jurídico español recoge una prohibición de la asistencia financiera en unos términos especialmente restrictivos, lo que en casos como los de las sociedades de responsabilidad limitada, nos aleja considerablemente de los ordenamientos jurídicos del resto de estados miembros.

Además, como veremos posteriormente, la redacción de la actual regulación no es todo lo precisa que debiera generando inseguridad jurídica, lo que hace que exista un

sentimiento generalizado de necesidad de reforma de la norma. Voces más críticas abogan por la derogación de la norma al no considerar necesaria la regulación para estos supuestos, pero al igual que ocurre en aquellos países donde existe una mayor liberalización, la sujeción a la Segunda Directiva provoca la imposibilidad de esta medida tan drástica.

Estamos ante una norma que es importada de los países anglosajones. Esto tiene un significado más importante del que creemos ya que, son esos los países que tienen una mayor actividad de este tipo de operaciones. Debido a ello, sus regulaciones se encuentran con un grado de desarrollo mayor, teniendo en común la flexibilización de sus normativas llegando en algunos países de fuera de la Unión Europea a desregularizar la institución debido a la falta de confianza en ella. Es una norma que consideran incapacitada para lograr los fines que persigue.

Tras esto, es necesario comentar cuales son los principales problemas que presenta esta norma de manera específica, y para ello debemos detallar aquellos aspectos del artículo 35 susceptibles de mejora.

El primer problema que presenta la redacción del artículo es la precisión terminológica. Existen demasiados supuestos en los que para regular las situaciones ante las que nos podemos encontrar se utilizan expresiones de las que no consta definición jurídica lo que provoca que deba ser el legislador el encargado de establecer los límites y los supuestos de aplicación a los que se refiere la norma.

En segundo lugar, es preciso destacar que existen diferentes doctrinas en relación con la interpretación del artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales. A fin de cuentas, lo más importante es conocer lo que defiende la doctrina mayoritaria, que aboga por el análisis de cada caso de manera aislada para determinar si en una fusión apalancada hay asistencia financiera o no. Para que la fusión apalancada esté permitida debe existir un plan realista que muestre la viabilidad de la sociedad y la capacidad de esta para repagar la deuda, además de la existencia de motivos que justifiquen la operación.

Es decir, como hemos establecido a lo largo del trabajo, prima la protección de acreedores y socios.

En lo relativo al ámbito objetivo de aplicación, volvemos a encontrar una imprecisión terminológica relativa a los activos esenciales, que puede dar lugar a actuaciones en fraude de ley.

En cuanto al ámbito subjetivo de aplicación, el mayor problema se encuentra con la cesión global de activos y de pasivos, que no se remite al artículo 35 como si hace con la escisión. Esto provoca un vacío legal. La doctrina no considera que dicho vacío legal sea voluntad del legislador, por lo que debido a la semejanza que presenta con el supuesto de hecho regulado considera que resulta de aplicación el artículo 35.

Esta falta de precisión que caracteriza a la ley se repite también en lo relativo al endeudamiento y a los criterios para determinar si existe asistencia financiera, no obstante, son superados como hemos indicado anteriormente en su desarrollo,

Por todo lo expuesto anteriormente, consideramos necesaria cierta reforma de la regulación que incluya las precisiones terminológicas comentadas para que no sea necesario recurrir a la interpretación tantas veces como provoca la regulación actual.

6. BIBLIOGRAFÍA

LEGISLACIÓN

- Directiva 2006/68/CE Del Parlamento Europeo y Del Consejo, de 6 de septiembre de 2006 por la que se modifica la Directiva 77/91/CEE del Consejo en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital
- Ley 3/2009, de 3 de abril de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles.
- Real Decreto de 24 de julio de 1989 por el que se publica el Código Civil.
- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.
- Segunda Directiva del Consejo 77/91/CEE, de 13 de diciembre de 1976, para la reforma y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas comunitarias en materia de sociedades.

OBRAS DOCTRINALES

- Arango, V. L., & Durango, G. M. (2014). Private Equity y Venture Capital: diferenciación y principales Características, *Clío América*, 8 (16), 173 – 184.
- Ares, I., Asistencia Financiera en las Compras Seguidas de Fusión. Trabajo de fin de grado dirigido por Inés Fernández Fernández. Universidad Pontificia Comillas (2014).
- Bayona Giménez, R., *La Prohibición de Asistencia Financiera Para la Adquisición de Acciones Propias en las Sociedades Anónimas*. Tesis Doctoral Dirigida por Luis Fernández de la Gándara. Universidad de Alicante (2000).
- Gimeno Ribes, M., *La Fusión Posterior a una Adquisición de Sociedad con Endeudamiento de la Adquirente (Análisis del Art. 35 de la Ley de Modificación Estructural)*. Tesis Doctoral Dirigida por José Miguel Embid Irujo. Universidad de Valencia (2015).
- Hernández Bengoa, A. y Ruíz Gallardón, A., *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*, Editorial Bosch, Barcelona, 2011.
- López Mateo, M., “Asistencia Financiera: Análisis y Crítica del Derecho Vigente. Ley 3/2009”, *Revista De Derecho Mercantil*, nº 272, 2009.

- Palomero Benazerraf, A., Sanz Bayón, P., “Alcance la Prohibición de Asistencia Financiera en las Fusiones Apalancadas”, *Aranzadi Civil-Mercantil, Revista Doctrinal*, Vol. 2º, nº3, 2013, pp.60-104.
- Serrano, A., “La Prohibición de Asistencia Financiera en Sede de Fusiones Apalancadas”, *Revista Española de Capital Riesgo*, nº3, 2014, pp. 03-33.
- Sharp, G., *Buyouts. A Guide for the Management Team*, Editado por Alex Shinder, Londres, 2009.
- Valverde González-Morejón, A., La Asistencia Financiera en Operaciones de Refinanciación y Reestructuración de Deuda. *Diario La Ley*, Nº 8509, Sección Tribuna, 27 de marzo de 2015
- Vargas Vasserot, C., *Los Efectos Jurídicos de la Contravención de la Prohibición de Asistencia Financiera para la Adquisición de Acciones Propias*. Estudios sobre el futuro Código Mercantil: Libro homenaje al Profesor Rafael Illescas Ortiz, Universidad Carlos III de Madrid, 2015

INFORMES

- ASCRI., Informe de actividad Venture Capital y Private Equity en España. 2018. Puede consultarse en: <https://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2017/05/Informe-ASCRI-2018-1.pdf>
- ASCRI., Informe de actividad Venture Capital y Private Equity en España. 2010. Puede consultarse en: <https://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2010/07/Informe-ASCRI-2010.pdf>
- ASCRI., Informe de actividad Venture Capital y Private Equity en España. 2011. Puede consultarse en: <https://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2011/07/Informe-ASCRI-2011.pdf>
- Informe de actividad Venture Capital y Private Equity en España. 2012. Puede consultarse en: <https://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2012/07/Informe-ASCRI-2012.pdf>
- ASCRI., Informe de actividad Venture Capital y Private Equity en España. 2013. Puede consultarse en: <https://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2013/04/INFORME-ASCRI-2013.pdf>
- ASCRI., *Informe de actividad Venture Capital y Private Equity en España. 2014*. Puede consultarse en: <https://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2015/05/Informe-ASCRI-2014.pdf>

- ASCRI., *Informe de actividad Venture Capital y Private Equity en España. 2015.* Puede consultarse en: <https://www.ascr.org/wp-content/uploads/2015/06/Informe-ASCRI-2015.pdf>
- ASCRI., *Informe de actividad Venture Capital y Private Equity en España. 2016.* Puede consultarse en: <https://www.ascr.org/wp-content/uploads/2016/06/ASCRI-Informe-Venture-Capital-Private-Equity-2016.pdf>
- ASCRI., *Informe de actividad Venture Capital y Private Equity en España. 2017.* Puede consultarse en: <https://www.ascr.org/wp-content/uploads/2018/07/Informe-ASCRI-2017.pdf>
- ASCRI., *Informe de actividad Venture Capital y Private Equity en España. 2018.* Puede consultarse en: <https://www.ascr.org/wp-content/uploads/2017/05/Informe-ASCRI-2018-1.pdf>

ARTÍCULOS

- Álvarez, S., “Fusión Apalancada y Asistencia Financiera: el Artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales”, Revista El Notario, 2010. Disponible en: <http://www.elnotario.es/index.php/hemeroteca/revista-30/1245-fusion-apalancada-y-asistencia-financiera-el-art-35-de-la-ley-de-modificaciones-estructurales-0-8764917365056386> (Visitada por última vez el 7 de junio de 2019 a las 12:42h)
- ENCISO, M., SERANO, A., “El Retorno de los Leveraged Buyouts Tras la Crisis Financiera: un Análisis de la Tipología y de las Partes Intervinientes”, Noticias Jurídicas, 2015. Disponible en: http://noticias.juridicas.com/conocimiento/articulos-doctrinales/10129-el-retorno-de-losleveraged-buyouts-tras-la-crisis-financiera:-un-analisis-de-la-tipologia-y-de-las-partes-intervinientes/#_ftn1 (Visitada por última vez el 27 de mayo de 2019 a las 16:00h).
- <http://www.expansion.com/empresas/banca/2018/06/07/5b184011e5fdeaf8438b4682.html> (Visitada última vez el 16 de marzo de 2019 a las 16:21h)