



FACULTAD DE DERECHO

# ASISTENCIA FINANCIERA EN LAS COMPRAS APALANCADAS SEGUIDAS DE FUSIÓN

Autor: Irene Ares Gestal

Tutor: Inés Fernández Fernández

Madrid

Abril 2014



## ASISTENCIA FINANCIERA EN LAS COMPRAS APALANCADAS SEGUIDAS DE FUSIÓN

Irene  
Ares  
Gestal

## Resumen

El número de fusiones apalancadas se ha incrementado en las últimas décadas alcanzando máximos históricos en los años previos a la crisis, y aunque durante esta su número ha disminuido, siguen constituyendo la estructura más habitual de reestructuración empresarial entre las adquisiciones apalancadas. Su licitud en relación a la prohibición de asistencia financiera siempre ha estado en entredicho, y el debate se reabrió con la nueva regulación del artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales de 2009, que lejos de resolver la incertidumbre, planteó nuevos interrogantes.

Este trabajo se centra en delimitar el terreno de juego de las fusiones apalancadas ante la restricción de la asistencia financiera. Para ello se analiza el contexto legal y económico actual para valorar una solución acorde a la realidad y a las necesidades latentes. Se finalizará afirmando que se hace necesario en aras de una mayor seguridad jurídica en la materia, una reforma en sentido clarificador donde se delimiten con más precisión los términos del actual artículo 35 LME, en especial en lo referente a los factores financieros a valorar por el experto independiente para emitir un juicio sobre la asistencia financiera.

**Palabras Clave: compra apalancada, fusión apalancada, merger leveraged buy-out (LMBO), art. 35 Ley Modificaciones Estructurales (LME)**

### *Abstract*

*The number of Forward Merger LBO has increased in recent decades, reaching record highs in the pre-crisis years. Although in recent years of lower economic growth numbers have declined, they remain as the most common structure of corporate restructuring by leveraged acquisitions. Its legality concerning the prohibition of financial assistance has always been in question, and the debate was opened again with the new regulation of the Article 35 of the Structural Modifications Law of 2009, which far from resolving the uncertainty, keep opened new questions.*

*This paper focuses on delimiting the field of leveraged mergers along the restriction of financial assistance. With this aim the current legal and economic context will be analyzed to evaluate a solution according to the current economic reality and needs. It ends by concluding that it is necessary, in the interests of legal certainty, a legal reform to clarify the limits of the Article 35 LME, especially regarding financial factors to be evaluated by the independent expert to make a judgment about the financial assistance.*

**Keywords: leveraged buyout, merger leveraged buy-out (LMBO), art. 35 Structural Modifications Law (SML).**

# ÍNDICE

INTRODUCCIÓN.....	1
1.- “FUSIÓN APALANCADA” Y “ASISTENCIA FINANCIERA”: ORIGEN Y FINALIDAD DE LA PROHIBICIÓN .....	4
1.1. Compra apalancada .....	4
1.2. Asistencia financiera.....	7
1.3. Asistencia financiera en el supuesto de compra apalancada seguida de fusión .....	14
2.- RÉGIMEN DE LA ASISTENCIA FINANCIERA EN LAS FUSIONES APALANCADAS EN ESPAÑA.....	17
2.1. Precedentes .....	17
2.2. Regulación actual.....	19
2.3. Cuestiones abiertas en la actual regulación.....	24
2.3.1. <i>Ámbito objetivo de aplicación</i> .....	25
2.3.2. <i>Ámbito subjetivo de aplicación</i> .....	26
2.3.3. <i>El endeudamiento</i> .....	28
2.3.4. <i>El requisito del informe de expertos</i> .....	30
2.3.5. <i>Fusión transfronteriza</i> .....	35
2.3.6. <i>Relación con el concurso</i> .....	36
2.4. Licitud de las fusiones apalancadas en el artículo 35 LME.....	38
3.- REGULACIÓN VIGENTE EN EL CONTEXTO ACTUAL.....	42
3.1. Contexto.....	42
3.2. <i>De lege ferenda</i> : las fusiones apalancadas en España .....	45
4.- CONCLUSIONES .....	51
5.- BIBLIOGRAFÍA Y DOCUMENTACIÓN.....	56

## LISTADO DE ABREVIATURAS

AAMN	-	Anales de la Academia Matritense y del Notariado
ap.	-	apartado
art.	-	artículo
BE	-	Banco de España
CC	-	Código Civil
Cit.	-	citada
Coord.	-	Coordinado
Dir.	-	directores
Ed.	-	editorial
FMLBO	-	Forward Merger Leveraged Buy Out
LBO	-	Leveraged Buy Out
LME	-	Ley de Modificaciones Estructurales
LSC	-	Ley de Sociedades de Capital
MBO	-	Management Leveraged Buy Out
MLBO	-	Merger Leveraged Buy Out
núm.	-	número
op. cit.	-	en la obra citada
OPA	-	Oferta Pública de Adquisición
pág.	-	página
RACM	-	Revista doctrinal Aranzadi Civil – Mercantil
RAD	-	Revista de Análisis del Derecho
RAI	-	La Revue de Droit des Affaires Internationales

RDBB	-	Revista de Derecho Bancario y Bursátil
RDCP	-	Revista Derecho Concursal
RDM	-	Revista de Derecho Mercantil
RDS	-	Revista de Derecho de Sociedades
RECR	-	Revista Española de Capital Riesgo
SA	-	Sociedad Anónima
SAN	-	Sentencia de la Audiencia Nacional
SAP	-	Sentencia de la Audiencia Provincial
SL	-	Sociedad de responsabilidad Limitada
ss.	-	siguientes
STS	-	Sentencia del Tribunal Supremo
UE	-	Unión Europea
vid.	-	véase

## INTRODUCCIÓN

En las últimas décadas, uno de los fenómenos que más han proliferado en el ámbito empresarial han sido las operaciones de integración. Dentro de estas, destacan por su frecuencia e importancia, las fusiones y adquisiciones.

En muchos de estos casos se recurre al endeudamiento externo para la compra y de este se hace responsable posteriormente a la entidad adquirida (*target*), ya sea por medio del empleo de sus flujos de caja para el pago de la deuda, ya sea por medio de una posterior operación de integración (total o parcial) de patrimonios. En estos casos nos encontramos con lo que se denomina entre la doctrina, adquisiciones apalancadas o *leveraged buyout*.

De entre los riesgos que implican este tipo de operaciones, destaca por sus consecuencias la “asistencia financiera”, que tiene lugar cuando se produce el traslado del coste de la adquisición sobre el patrimonio de la sociedad adquirida (o sociedad *target*). La *ratio legis* de la regulación de este fenómeno es la protección de la integridad del patrimonio como garantía frente a socios o acreedores. Más recientemente se ha incidido en que la finalidad es, asimismo, la protección de la viabilidad de la propia sociedad *target*.

La discusión que siempre ha existido entorno a la valoración de la asistencia financiera ha venido dada por la contraposición entre dos cuestiones, por una parte las ventajas que supone el apalancamiento tanto para el desarrollo empresarial como económico, y por otra los riesgos que este tipo de operaciones conllevan que, en caso de fracasar, supuesto en la práctica frecuente, dejan a su paso graves daños no sólo para *shareholders* y acreedores, sino para el resto de sus *stakeholders*.

En el escenario actual, dadas sus evidentes ventajas para una economía de mercado, no se presenta como la mejor opción la total prohibición de la asistencia financiera, pero vista la reciente crisis financiera tampoco puede darse vía libre a este tipo de operaciones por las graves consecuencias que ello podría conllevar.

En este contexto, en el año 2009, con el artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales sale a la luz una nueva regulación que modifica ciertos aspectos que

afectan a la valoración de la asistencia financiera en el caso de compras apalancadas seguidas de una fusión, lo que ha venido en denominarse fusión apalancada (o *Forward Merger Leveraged Buy-Out –FMLBO-*). Junto a ello, se ha reabierto el debate acerca de la asistencia financiera, y sobre todo, en relación al supuesto concreto de fusión apalancada, que hasta el momento se había regulado en la Ley de Sociedades Anónimas y Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada incluido en el supuesto general de prohibición de asistencia financiera, que en el año 2010 pasaría a integrarse en la Ley de Sociedades de Capital.

Con este trabajo se pretende realizar un estudio profundo y sistemático del supuesto de la prohibición de asistencia financiera en el caso concreto de la fusión apalancada, que presenta importantes particularidades. Se llevará a cabo realizando una revisión bibliográfica y jurisprudencial de la cuestión, centrándonos fundamentalmente en los artículos más especializados desde el año 2009, año en el que entra en vigor la nueva regulación del artículo 35 LME. Además, a lo largo del trabajo, de una manera integrada, se atenderá también a las soluciones propuestas en el mejor derecho comparado al respecto, centrándonos para ello en el derecho inglés, cuna de la regulación de la asistencia financiera, y en el derecho italiano, que se ha considerado por la doctrina como la mejor referencia en esta materia en la actualidad en Europa.

El enfoque diferencial de este estudio pretende ser una visión más práctica de la cuestión, tratando de valorar la idoneidad de los diferentes planteamientos desde el contexto de la realidad económica y empresarial actual.

Son tres las partes en las que se ha dividido el desarrollo de este trabajo, para terminar con unas conclusiones recopilatorias de todo lo anterior.

En primer lugar, dado que se hace necesario para la comprensión del fenómeno en su conjunto, desde un enfoque más teórico, se expondrán por separado los aspectos fundamentales de las figuras de la compra apalancada, de la asistencia financiera y de las repercusiones de esta en el caso de fusión apalancada; todo ello con la intención de desentrañar las relaciones entre estos conceptos para una mejor comprensión del fenómeno.

En un segundo apartado, y con la intención de tener una visión más global de la regulación actual, se realizará un breve recorrido a través de los antecedentes legales

hasta llegar a nuestros días. Aquí nos detendremos para señalar las principales dificultades que presenta la redacción y aplicabilidad práctica a una realidad empresarial concreta.

Por último, antes de concluir, tras hacer una descripción del contexto económico y legal en que nos encontramos para poder valorar la pertinencia de una reforma en uno u otro sentido, se presenta de *lege ferenda* la reinterpretación y/o reforma que se entiende más adecuada a la realidad socioeconómica.

## 1.- “FUSIÓN APALANCADA” Y “ASISTENCIA FINANCIERA”: ORIGEN Y FINALIDAD DE LA PROHIBICIÓN

Se estudiarán brevemente los principales rasgos de cada una de estas figuras: la fusión y la asistencia financiera, señalando los principales caracteres en cuanto a su origen y la finalidad de la prohibición de esta última, pues si bien el núcleo de este trabajo se desarrollará posteriormente al referirnos al supuesto concreto de *Forward Merger LBO* en un contexto actual, se hace necesario estudiar ambas figuras por separado a fin de desentrañar la relación existente entre ambas.

### 1.1. Compra apalancada

Una operación de reestructuración empresarial no tiene por qué conllevar necesariamente la transmisión de la propiedad de las acciones o activos de la sociedad, sin embargo, es muy frecuente que una operación de adquisición (*buyout*) vaya acompañada de una modificación en la estructura de recursos propios / recursos ajenos de la sociedad o del grupo adquirido. Cuando además la adquisición se realiza total o parcialmente mediante financiación externa obtenida por el comprador, se trata de una compra apalancada. Y si sucede que los recursos ajenos se garantizan con los activos o van a ser repagados con los flujos financieros futuros de la empresa objetivo, estaremos ante lo que se denomina una *Leveraged Buy-Out* (o *LBO*). Por lo tanto, la característica de la *LBO* no es el hecho únicamente de la financiación externa, sino que se requiere además que esta sea soportada, desde un punto de vista económico, directa o indirectamente, por la propia empresa que constituye el objeto de la adquisición.<sup>1</sup>

En el mundo anglosajón, se conocen por compras apalancadas (*Leveraged Buy Out*) aquellas en las que un tercero adquiere una compañía financiando parte del precio con

---

<sup>1</sup> Para un mayor acercamiento al concepto de *LBO* *vid.* AURIOLES MARTÍN, A. *Leveraged buyout y su integración en el derecho español de sociedades anónimas*, *RDBB*, 51, 1993, p. 640.

deuda, que será repagada con los flujos de caja generados por parte de la compañía adquirida.<sup>2</sup>

También la Asociación Española de Entidades de Capital-Riesgo (ASCRI) define las adquisiciones con apalancamiento como la compra de empresas en las que una parte sustancial del precio de la operación es financiada con recursos ajenos, en parte garantizados por los propios activos de la empresa adquirida, y con instrumentos que están a medio camino entre los recursos propios y ajenos (financiación de entresuelo o *mezzanine financing*).<sup>3</sup>

Aunque un LBO es el nombre genérico que se le da a todo tipo de compras apalancadas, en ocasiones se considera que un “LBO” es un subtipo de *buyout*. En este sentido, se considera que los elementos que diferencian a una LBO de otro tipo de compra apalancada son: (i) que es una compra apalancada que no ha sido iniciada por un equipo directivo, ya sea interno o externo; (ii) que es una transacción en la que la sociedad adquirida (o sociedad *target*) es lo suficientemente grande como para incluir no sólo un negocio, sino un conjunto de ellos.<sup>4</sup>

No obstante, el significado que generalmente se le da al término LBO es genérico, incluyéndose en él todo tipo de compras apalancadas, y así se empleará en este trabajo.<sup>5</sup>

A pesar de las diferentes tipologías que podemos encontrar en la práctica de compras apalancadas, todas ellas siguen una estructura común. Las fases típicas de todo LBO que pueden describirse son:<sup>6</sup> (i) constitución de la entidad que llevará a cabo la

---

<sup>2</sup> Así han definido del concepto VIVES RUIZ, F. y TAPIAS MONNÉ, A., “La Ley de Modificaciones Estructurales. Una norma técnicamente fallida”, InDret (4/2013), *RAD*, Barcelona, Octubre, 2013. p. 34.

<sup>3</sup> Vid. ASCRI., *Informe de actividad Capital Riesgo en España* (Venture Capital & Private Equity activity un Spain). 2013. Puede consultarse en:

[http://www.ascrri.org/upload/publicaciones/INFORME\\_ASCRI\\_2013.pdf](http://www.ascrri.org/upload/publicaciones/INFORME_ASCRI_2013.pdf)

<sup>4</sup> Sobre los caracteres distintivos de una LBO en sentido estricto frente a otros tipos de compras apalancadas, entre otros, VIVES RUIZ, F., *La validez de los LBO en el Derecho español*. Tesis doctoral inédita, dirigida por Dr. D. Juan Sánchez-Calero Guilarte, Universidad Pontificia de Comillas, Facultad de Derecho, 2009, p. 11.

<sup>5</sup> Cuando se toma el concepto de LBO en sentido estricto, se incluyen dentro del concepto de compra apalancada otros términos, como son: “MBO” (“management leveraged buyout”), que se da cuando la operación está liderada por los directivos de la propia empresa adquirida; “MBI” (“management leveraged buyin”) cuando está liderada por los directivos de otra empresa; o las “BIMBO” (“management buy in management buy-out”) que consisten en la adquisición de una sociedad en la que el control de esta es obtenido por la combinación de un equipo de directivos que trabaja en la misma junto con el apoyo de directivos externos.

<sup>6</sup> En el análisis de las fases de una LBO véase VIVES RUIZ, F., *La validez de los LBO en el Derecho español*. Tesis doctoral inédita, dirigida por Dr. D. Juan Sánchez-Calero Guilarte, Universidad Pontificia de Comillas, Facultad de Derecho, 2009, p. 19.

adquisición (que denominaremos *NewCo*), pues la compra suele estructurarse a través de una sociedad vehículo creada para el caso, que será la sociedad a través de la que se lleve a cabo la toma de control de la empresa objetivo<sup>7</sup>; (ii) aportación de fondos a la sociedad adquirente para que pueda llevar a cabo la toma de control de la *target*<sup>8</sup>; (iii) toma de control de la sociedad objetivo, pudiendo ser la adquisición del 100% del capital (total) o sobre un porcentaje inferior, aunque de control, teniéndose en cuenta que cuando la sociedad adquirida se trata de una sociedad cotizada, la compra debe realizarse mediante la procedente oferta pública de adquisición (OPA); (iv) documentación contractual; (v) estructuras alternativas que permiten que el repago de la deuda se pueda realizar con los activos o flujos de caja generados por la sociedad objetivo.

Esta última cuestión (fase (v)), enlaza con la prohibición de asistencia financiera, pues en principio, la garantía que pudiera darse a la financiación obtenida por medio de las acciones de la sociedad *target* no supondrían la concurrencia de asistencia financiera, ya que estas acciones son ya propiedad de la *NewCo*. No obstante, suelen instrumentarse mecanismos, que son a los que nos referimos en el punto (v) para permitir que el repago de la deuda se pueda realizar con los activos o flujos de caja generados por la sociedad objetivo. Entre los esquemas más utilizados en la práctica para afectar los flujos de caja de la sociedad objetivo al repago de la deuda pueden clasificarse en dos grupos: a) el de mantener la personalidad jurídica separada de las dos sociedades y efectuar el repago de la deuda asumida por la sociedad adquirente con los flujos financieros recibidos de la sociedad objetivo y b) la reestructuración societaria mediante la que la sociedad adquirente y la objetivo integran su patrimonio, total o parcialmente, de manera que el patrimonio de la sociedad *target* pasa a responder de la deuda de la adquisición. En este segundo grupo se encuentra inserto el supuesto de LBO seguido de fusión que será en el que se centre este trabajo.

---

<sup>7</sup> En la jerga financiera, esta operación puede encontrarse referida de diferentes formas: NEWCO (New Company), SPC (Special Purpose Company), SPV (Special Purpose Vehicle), BIDCO (Bidder Company), etc. En ocasiones la estructura de adquisición se compone de varias de estas sociedades.

<sup>8</sup> Sin profundizar más aquí en la cuestión, simplemente destacar que en la práctica, lo habitual es encontrar estructuras de financiación de la NEWCO compuestas entre un 10 y un 30 por ciento de recursos propios, y entre un 70 y un 90 por ciento de ajenos. Para profundizar en esta cuestión *vid.* VIVES RUIZ, F. *La validez de los LBO en el Derecho español*. Tesis doctoral inédita, dirigida por Dr. D. Juan Sánchez-Calero Guilarte, Universidad Pontificia de Comillas, Facultad de Derecho, 2009, p. 19.

En relación a la problemática que suele plantear este tipo de operaciones, dado que uno de los elementos clave de la operación de LBO es que la deuda de adquisición está garantizada, al menos indirectamente y en un sentido económico, con activos y flujos de caja de la entidad adquirida, se regula en nuestro derecho la “prohibición de asistencia financiera”, actualmente en los artículos 143.2 y 150 de la Ley de Sociedades de Capital (LSC), para Sociedades de Responsabilidad Limitada (SL) y Sociedades Anónimas (SA), respectivamente. Para el caso particular de la fusión apalancada, como veremos habrá que atender al artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales (LME).

Sin embargo, este no es el único reproche que se le hace a este tipo de operaciones. Así, se señalan otras problemáticas a las que están expuestas, como son, la posible infracapitalización material de la sociedad objetivo como resultado de la estructuración de la adquisición, los conflictos de intereses que se pueden potencialmente poner de manifiesto en los LBO y, particularmente en los *Management Buy-Out* (MBO), entre los gestores de la compañía y sus accionistas, en el problema del principio de paridad de trato de los socios de las sociedades mercantiles o la manipulación del mercado bursátil cuando la sociedad objetivo es una sociedad cotizada.

Más allá de esto, las LBO constituyen operaciones tremendamente complejas, que conllevan una gran problemática jurídica con implicaciones en los ámbitos económico, financiero y jurídico-fiscal principalmente, pero también en derecho de la competencia, ámbito laboral, cuestiones entre directivos, mercado de valores, etc.

## **1.2. Asistencia financiera**

Como nos hemos referido, la asistencia financiera es uno de los principales riesgos a los que están expuestas las operaciones de compras apalancadas. A continuación se trazarán los principales rasgos de su origen y la finalidad de su regulación.

El origen de la prohibición de asistencia financiera se sitúa en Reino Unido, en concreto en la *Companies Act de 1929* (sección 45), en la que se consideró que determinadas operaciones de crédito destinadas a adquirir el control de una compañía financiando la deuda contraída con los fondos de la propia empresa conllevaban un alto nivel de endeudamiento, y por tanto de riesgo, hasta el punto que fueron consideradas

una de las causas de la grave crisis que sufrieron importantes sectores de la industria británica tras la I Guerra Mundial.

La dicción literal de esta regulación era la siguiente:

*Subject as provided in this section, it shall be lawful for a company to give, wheter directly o indirectly, and wheter by jeans of a loan, guarantee, the provision of security or otherwise, any financial assistance for the purpose of or in connection with a purchase made or to be made by any person or for any shares in the company.*

A ojos del legislador británico subyacían los mismos riesgos que en las operaciones de autocartera que ya habían sido prohibidas en aquel entonces. La ratio era, por tanto, velar por el mantenimiento del capital social y del mismo patrimonio social y así buscar la protección de los acreedores.

Este artículo recogió la prohibición general de asistencia financiera tipificándola en términos objetivos. Posteriormente, esta regulación fue modificada por la sección 54 de la *Companies Act de 1948*. Esta extendió la prohibición a las adquisiciones en general y, por tanto, incluyó como supuesto de hecho la suscripción de acciones (no remitiéndose únicamente a la compra) y amplió la prohibición a las adquisiciones de acciones de la sociedad dominante.

La *Companies Act de 1948* se entiende como el precedente directo de la Directiva 77/91/CEE, de 13 de diciembre (Segunda Directiva), al menos en lo relativo a la sociedad anónima. Esta establecía que una sociedad “no podrá anticipar fondos, conceder préstamos ni ofrecer garantías para la adquisición de sus acciones por un tercero”.<sup>9</sup>

Fue la posterior *Companies Act de 1981* la que recogió para el ordenamiento inglés la Segunda Directiva, aunque le siguieron algunas modificaciones como la de 1985.<sup>10</sup> Por lo tanto, la *Companies Act de 1981*, sirvió, para adaptar la normativa británica a la comunitaria, pues en este mismo año, por vez primera, se recogieron bajo un mismo título (V), la regulación de la autocartera y de la prohibición de la asistencia financiera.

---

<sup>9</sup> Vid. Art. 23.1 de la Segunda Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976.

<sup>10</sup> La *Companies Act de 1985* permitió a las empresas constituirse por el registro, y establecer las responsabilidades de las empresas, sus directores y secretarios. La Ley fue una consolidación de varias otras partes de la legislación de la empresa, y fue uno de los componentes de las reglas que rigen las sociedades de Inglaterra y Gales y en Escocia.

Se ha hecho necesaria esta breve referencia del derecho inglés, pues sin ella no se comprende el origen del que es el texto de la “Segunda Directiva”, texto fundamental para entender los orígenes de la regulación de la asistencia financiera en España. La Segunda Directiva recogía hasta la reciente reforma a nivel europeo de 2006, una prohibición casi absoluta, prácticamente en los mismos términos en que lo hacía la *Companies Act de 1948*.

Esta Directiva preveía esta disposición únicamente para las sociedades anónimas, sin embargo, el legislador español, al trasponerla, lo introdujo también para las sociedades de responsabilidad limitada, encontrándonos esta regulación en el art. 81 de la LSA y en el art. 40 LSL hasta el año 2010.

No obstante, posterior a esta es la Directiva 2006/68 de 6 de septiembre, que modifica la Segunda Directiva 77/91/CEE de 13 de diciembre, en materia de sociedades relativa a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital. Esta modificación, en lo que a la asistencia financiera atañe, puede describirse en una palabra como “flexibilización”, superando así la rigidez que caracterizaba al texto de 1991. La tendencia que ha seguido esta nueva regulación ha sido la de cambiar la prohibición por un régimen de garantías, en el que se admite la asistencia financiera sometida a ciertos requisitos. Su intención es la de incrementar la flexibilidad frente a los cambios de propiedad en la sociedad, es decir, que lo que se persigue de forma clara es permitir, aunque sometido a ciertos requisitos, los LBO con la ayuda financiera de la propia sociedad.

El art. 23 apartado 1 de esta Directiva prevé que cuando la legislación de un Estado miembro permita a una sociedad, directa o indirectamente, adelantar fondos, conceder préstamos o dar garantías para la adquisición de sus acciones por un tercero, estas operaciones estarán sujetas a determinadas condiciones que pueden expresarse del siguiente modo:

- 1) Deben tener lugar bajo condiciones de mercado justas, especialmente respecto del interés y de las garantías que la sociedad recibe por los préstamos y anticipos.

- 2) El órgano de administración o de dirección deberá presentar las transacciones, para su aprobación previa, a la junta general que actuará de conformidad con las normas de quórum y de mayoría establecidas en el artículo 40 de la Directiva.<sup>11</sup>
- 3) El órgano de administración o de dirección deberá presentar a la junta general un informe escrito indicando los motivos de la operación, el interés que presenta para la sociedad, las condiciones en las que se interviene, los riesgos que presenta para la liquidez y la solvencia de la sociedad y el precio al que el tercero va a adquirir las acciones.
- 4) La asistencia financiera total concedida a terceros no podrá en ningún momento tener por efecto la reducción del activo neto por debajo del importe especificado en el artículo 15, apartado 1, letras a) y b) de la Directiva<sup>12</sup>, teniendo en cuenta también cualquier reducción del activo neto que haya podido producir la adquisición, por la sociedad o en nombre de ella, de acciones propias. La sociedad incluirá en el pasivo del balance una reserva, que no podrá ser distribuida, equivalente al importe de la asistencia financiera total.
- 5) En caso de existencia de asistencia financiera en la adquisición o suscripción, esta deberá hacerse a un precio justo.

Cuando sale a la luz el texto de la Ley de Sociedades de Capital (LSC) en el año 2010 el legislador español no recoge lo previsto en la nueva Directiva quedándose así un paso atrás respecto a lo que a nivel europeo ya se destilaba.

Por lo tanto, pese a ser este el marco flexibilizador que se recomienda a los Estados a nivel europeo, y a que muchos de los estados miembros ya recogen una redacción similar, en España la regulación general de la asistencia financiera se prevé en la Ley de Sociedades de capital en los siguientes términos:

---

<sup>11</sup> El artículo 40 de la Directiva prevé que estas mayorías no podrán ser en ningún caso inferiores a los dos tercios de los votos correspondientes a los títulos representados, o bien al capital suscrito representado. No obstante, cuando esté representada al menos la mitad del capital suscrito, será suficiente una mayoría simple de los votos mencionados.

<sup>12</sup> Artículo 15.1 Directiva 77/91/CEE:

a) aparte de los casos de reducción del capital suscrito, no podrá hacerse distribución alguna entre los accionistas cuando, en la fecha del cierre del último ejercicio, el activo neto resultante de las cuentas anuales sea, o fuese a ser, como consecuencia de una distribución, inferior al importe del capital suscrito aumentado con las reservas que la ley o los estatutos no permitieran distribuir.

b) el importe del capital suscrito mencionado en la letra a) será disminuido con el importe del capital suscrito no llamado cuando éste último no se hubiera contabilizado en el activo del balance.

En relación a las Sociedades de Responsabilidad Limitada, en artículo 143.2 dice que:

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.

Más detallada es la regulación de las Sociedades Anónimas, para las que el artículo 150 se pronuncia la ley en los siguientes términos:

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

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

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

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

Lo primero que observamos es que, en nuestro ordenamiento, el concepto de asistencia financiera es amplio y no exhaustiva por recoger los términos “ni facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición de sus acciones”, dando cabida así en principio a cualquier tipo de asistencia financiera. A lo largo del periodo de vigencia de la regulación de la asistencia financiera en España, hasta 2010 recogido en las derogadas LSA y LSRL, se han dado amplios debates en cuanto a la interpretación del alcance de su licitud. Recogemos a continuación las líneas doctrinales que se han ido manejando durante estos años que nos permitirán comprender de un mejor modo la amplitud del término al tratar de la fusión apalancada.

En cuanto a la finalidad de la asistencia financiera, la doctrina ha recogido como las cuatro principales razones de su regulación, las siguientes:<sup>13</sup>

- 1) Evitar los abusos de los administradores, que a través de la asistencia financiera podrían favorecer la toma de control por alguno de los socios o incluso manipular la cotización.
- 2) Proteger a los acreedores de los peligros que implica para la solvencia de la sociedad. No obstante, para una parte de la doctrina esto no justifica la prohibición, pues los riesgos que se tratan de evitar deben simplemente provisionarse contablemente.
- 3) Además, en general, se considera este tipo de operaciones contrarias al objeto social pues suponen la utilización del patrimonio de la sociedad para actos ajenos al mismo. No obstante, también se señala que dichas actuaciones tienen sus propias normas sancionadoras (acciones de responsabilidad o de nulidad en su caso).

Aunque su fundamento está claro, su aplicación y sus límites en la práctica nunca lo han estado, y además desgraciadamente en España el Tribunal Supremo no ha tenido ocasiones para sentar una jurisprudencia clara al respecto. Nos encontramos con algunos pronunciamientos discontinuos pero que no vierten claridad a la cuestión. En los escasos pronunciamientos que existen, en cuanto al término general de “asistencia financiera”, el concepto que recogen es amplio, así se observa en las sentencias *SAP Barcelona de 13 de marzo de 2008* o en la *SAN de 25 de septiembre de 2008*<sup>14</sup>. Sin

---

<sup>13</sup> En este sentido véase ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera: el art. 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales”, *AAMN*, Tomo 50, 2010 (Ejemplar dedicado a: Curso 2009/2010), pp. 119-156.

<sup>14</sup> La sentencia *SAN de 25 de septiembre de 2008*, en primer lugar determina que los requisitos de la prohibición de asistencia financiera que establece el artículo 40.5 LSRL (pues se trataba de una SL) son: 1) una operación o negocio de financiación de la sociedad a favor de un tercero, 2) un negocio de adquisición de las propias participaciones o de las acciones o participaciones de una sociedad del grupo al que pertenezca la sociedad que facilitó la financiación, y 3) un vínculo o nexo causal entre los dos negocios, de modo que la operación de financiación haya sido motivo determinante del negocio de adquisición. Respecto a lo cual, la parte actora alega en su demanda que en el examen del elemento causal debe primar una interpretación que otorgue relevancia a los motivos por encima de lo que sería el puro nexo causal, para acoger de esta manera en nuestro derecho las “*purpose exceptions*” que ha introducido el legislador británico a la prohibición de asistencia financiera, y que excepcionan de la prohibición las

embargo, se observa una tendencia menos estricta cuando esta se ha prestado con ocasión de una compra apalancada (*SJM núm. 2 de Madrid de 15 de febrero de 2007*<sup>15</sup>; y la *SAP de La Rioja de 17 octubre de 2008*).

Pero no sólo no está claro el supuesto de hecho de aplicación, sino también sus efectos, el determinar cuál es el resultado de incurrir en la prohibición. En este último sentido, el propio Tribunal Supremo se ha llegado a contradecir dejando más oscura esta cuestión. Así, en la *STS de 9 de diciembre de 2012* declara nula, consecuencia de la asistencia financiera, la adquisición de las participaciones, no a las hipotecas de bienes sociales en garantía de un préstamo concedido a la entidad que en el caso, asume participaciones sociales. Sin embargo, en un pronunciamiento posterior, la *STS de 2 de julio de 2012*, declara que la nulidad no es sólo la de la compra de las acciones adquiridas gracias a la asistencia financiera, sino también, la nulidad de las garantías prestadas por la sociedad como instrumento. En este sentido, la doctrina reclama que el Tribunal Supremo debería tener a bien aclararse y decirnos definitivamente cuál es la solución ajustada a derecho, determinando si la nulidad se refiere sólo al negocio de financiación o a la garantía, o si, en su caso, podría llegar incluso a afectar a la compra, y eventualmente a la fusión posterior. En impresión de la doctrina, la solución es que si el que solicita la nulidad de las garantías es el administrador concursal, se declarará la nulidad y que si el que lo solicita es la sociedad o el socio mayoritario frente a la ejecución de las garantías por el banco acreedor, no se declarará la nulidad.<sup>16</sup>

Así las cosas, dada la interpretación restrictiva que se le ha dado a la regulación, así como a la seguridad jurídica que rodea a la figura de la asistencia financiera, parece que las compras apalancadas no son factibles en nuestro ordenamiento. Sin embargo, hay

---

operaciones realizadas de buena fe y en interés de la compañía, cuyo propósito principal sea otro diferente o más amplio que el propósito prohibido. Sostienen en definitiva los recurrentes que es necesaria una interpretación de la prohibición del artículo 40.5 LSRL que vaya más allá de su tenor literal, bien exigiendo para la aplicación del referido precepto la presencia de un daño efectivo, bien excepcionando de la prohibición los casos en los que la adquisición se sufrague con recursos libres de la sociedad. Sin embargo, la Sala considera que ninguna interpretación del artículo 40.5 LSRL, por muy flexible que sea, autoriza a incluir requisitos en la prohibición que el texto legal no menciona o excluir de la prohibición supuestos no excluidos ni por dicho precepto ni por norma jurídica alguna.

<sup>15</sup> Así, la *SJM núm. 2 de Madrid de 15 de febrero de 2007*, se ha de indicar que lo que el Art. 81 L.S.A. prohíbe es que sea la sociedad de cuyas acciones se trata [...] la que constituya garantías sobre sus bienes para facilitar la adquisición de esas acciones por parte de un tercero. De ahí que, aun cuando los propósitos expresados por la "opante" en el Folleto Explicativo fueran ilícitos, *no podrá afirmarse por ello que la sociedad "opada" ha prestado garantía alguna mientras no conste que por su parte ha asumido frente a terceros (en el caso, las entidades financieras) los propósitos expresados por la primera.*

<sup>16</sup> Así lo considera ALFARO AGUILERA-REAL, J. Texto disponible en:

<http://derechomercantilesparana.blogspot.com.es/2013/01/el-supremo-no-concreta-las.html>

que señalar la relevancia de que sea habitual el recurso a la fusión apalancada, esto es a la compra apalancada seguida de fusión, pues la estructura tanto desde el punto de vista de las operaciones de capital riesgo como desde el punto de vista estrictamente financiero es totalmente distinta, y por lo tanto, las consecuencias legales atendiendo a la prohibición de la asistencia financiera tienen un enfoque y unas implicaciones sustancialmente también distintas a tener en cuenta. Esto hace que entre la jurisprudencia, y sobre todo la doctrina en nuestro país (pues los pronunciamientos jurisprudenciales al efecto han sido escasos), se haya abierto un interesante debate en torno a la existencia o no de prohibición de asistencia financiera en el caso de las fusiones apalancadas.

### **1.3. Asistencia financiera en el supuesto de compra apalancada seguida de fusión**

Hoy en día, las adquisiciones apalancadas se suelen ejecutar mediante una operación que, formal y aparentemente, salva la prohibición: la compra apalancada seguida de fusión o “fusión apalancada”, en terminología anglosajona denominada *Forward Merger Leveraged Buy Out* (FMLBO) o *Merger Leveraged Buy Out* (MLBO). Una de las novedades del régimen de fusiones establecido por la LME fue la introducción por vez primera en nuestro ordenamiento jurídico de las fusiones apalancadas en el artículo 35, en su título II, dedicado a las fusiones.

La definición extraída de los propios términos del artículo 35 considera que hablamos de fusión apalancada cuando dos o más sociedades, contraen 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. En el caso de que no sea la sociedad adquirente la que absorba a la adquirida, sino a la inversa estaremos ante el caso de “fusión apalancada inversa” (o *Reverse Merger Leveraged Buy Out*).

A continuación se expone un ejemplo práctico de la operación:

*La sociedad X se endeuda (caso típico, mediante financiación bancaria) y como garantía al préstamo, tenemos las propias acciones de X recién adquiridas en la sociedad Y. En este momento inicial no existiría ningún tipo de asistencia financiera, pues las acciones con las que se está garantizando el préstamo pertenecen ya a la sociedad X.*

*Posteriormente (generalmente en un plazo de entre 6 meses y un año), la sociedad X e Y se fusionarían. En este momento la sociedad Y (ahora integrada en la nueva sociedad X+Y) sí acabaría respondiendo de la financiación obtenida para la compra de sus propias acciones. Nos encontramos ante un supuesto de fusión apalancada.*

*Puede producirse una variante, pues la sociedad adquirente puede ser una sociedad ya existente, pero también puede ser una sociedad creada al efecto. De hecho, es muy frecuente en la práctica que esta operación se instrumente mediante una sociedad constituida ad casum para la operación, denominada New Company (Newco). Esta sociedad estará participada por el inversor y su única finalidad es lograr el control de la target (o sociedad objetivo). Una vez adquiridas las acciones y pasado el plazo de entre 6 y 12 meses que suele darse, se procede a la fusión por absorción de la target.*

El ejemplo expuesto no se trata de un supuesto de laboratorio, sino el supuesto más típico de compra apalancada seguida en los últimos tiempos; especialmente desde la irrupción del capital riesgo en España.

Tras esta operación, los patrimonios de ambas sociedades quedan integrados en la sociedad resultante. La inscripción registral de la fusión produce la extinción de las sociedades absorbidas, con la consiguiente asunción por sucesión universal de los derechos y obligaciones de las sociedades absorbidas. La deuda de adquisición queda, por efecto de la fusión, integrada como partida contable en el pasivo del balance de la sociedad absorbente, desapareciendo las reservas de la operativa e incrementando el capital de la absorbente en la medida necesaria para atender el canje de acciones en la sociedad o sociedades absorbidas. Así, el patrimonio y negocio de la absorbida pasa a soportar la financiación de adquisición formalizada o, en otras palabras, a ser fuente de reembolso de la deuda.

Por lo tanto, en el supuesto de compra apalancada seguida de fusión, en un primer momento no cabe la apreciación de asistencia financiera, pues como garantía al

préstamo se dan las acciones recién adquiridas de X (o la *Newco*) en Y; sin embargo la devolución de la deuda adquirida por X o por la *Newco*, en su caso, en virtud del principio de sucesión universal (art. 23 LME), pasará a responder la sociedad resultante que incluirá ambos patrimonios, y por tanto, parte de la financiación será amortizada mediante los flujos de caja generados por la *target*. Así, el resultado de la fusión apalancada es que la sociedad que ha sido comprada acaba soportando el pago de la financiación: la compra la paga la sociedad comprada, y no el comprador.

Por lo tanto, por la vía de la fusión apalancada, en un primer momento se salva la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas (siempre que se cumpla con las previsiones del art. 35 LME); si bien sí cabe plantearse la concurrencia de asistencia financiera posteriormente, en un momento ulterior, y por lo tanto en ningún caso de manera directa, sino más bien de modo sobrevenido e indirecto. En cuanto a cómo tratar legalmente este asunto, observaremos a continuación que la cuestión no es sencilla y no está clara.

## **2.- RÉGIMEN DE LA ASISTENCIA FINANCIERA EN LAS FUSIONES APALANCADAS EN ESPAÑA**

### **2.1. Precedentes**

El debate doctrinal respecto a la existencia de asistencia financiera en el supuesto concreto de fusión apalancada hasta la aprobación del artículo 35 de la LME, se analizaba desde los artículos 143.2 y 150 de la LSC ya expuestos, que regulan, salvo regla especial, la prohibición de asistencia financiera, pues no existía ninguna regulación especial para el caso de FMLBO. Antes de la entrada en vigor de la LME, ya se discutían desde la regulación general las posibles soluciones que se le podrían dar al supuesto de asistencia financiera en fusiones apalancadas. Las tesis que se habían barajado hasta la regulación especial que la LME introdujo para la fusión apalancada pueden sintetizarse del siguiente modo:

- 1) Por una parte, algunos defendían que estábamos ante un supuesto de asistencia financiera sobrevenida, y por tanto se estarían vulnerando, aunque indirectamente, los artículos 143.2 y 150 de la LSC.
- 2) Con igual consecuencia, pero con distinto fundamento, están aquellos que consideraban que lo que existía era un fraude de ley ex artículo 6.4 del Código Civil.

En ambos casos, las consecuencias consisten en la nulidad del negocio realizado en contra de la prohibición y la sanción a los administradores. Los autores que se postulan en este sentido opinan que este no es sino el caso más claro de prestación de garantía por la sociedad adquirida, considerando por tanto irrelevante el momento de la prestación de la asistencia financiera, pues entienden, que de otro

modo sería extremadamente sencillo evitar la prohibición.<sup>17</sup> Por tanto, las fusiones apalancadas constituirían asistencia financiera que, aunque ofreciendo unas garantías especiales a socios y acreedores, no terminan de evitar con el procedimiento todos los riesgos.

- 3) En tercer lugar, están aquellos que defendían que se trataría de un supuesto no prohibido por cuanto los diferentes intereses en juego, especialmente de socios minoritarios y acreedores<sup>18</sup>, estarían ya protegidos por el propio régimen de la fusión; en concreto por el informe del experto independiente, que velaría por la razonabilidad del canje y por el derecho de oposición a la fusión de los acreedores (salvo pago o garantía de sus créditos). En la doctrina española, esta es la postura que predomina<sup>19</sup> considerando que no se aplica la prohibición porque existen unas garantías especiales para accionistas y acreedores.

Lamentablemente, en cuanto a una opinión jurisprudencial para dirimir esta cuestión, como ya hemos dicho en relación a las compras apalancadas en general, tampoco en cuanto a los supuestos de fusiones apalancadas encontramos una tendencia consolidada al respecto. Lo cierto es que, al contrario que en otros países, en España estos particulares no es habitual que pasen por los tribunales. En cuanto al supuesto concreto de fusión apalancada únicamente contamos con la *Sentencia de la Audiencia*

---

<sup>17</sup> En este sentido, véase fundamentalmente, SÁNCHEZ CALERO, J. y FERNÁNDEZ TORRES, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (Oportunidad y acierto del art. 35 LME)”, *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, Universidad Complutense, (2011/38), Abril, 2011.

<sup>18</sup> Existen autores, como ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., que entienden que si bien los intereses de los socios quedan sin duda más garantizados, pues se ha de decidir en Junta con unas mayorías reforzadas y con una muy detallada información previa, además de que quedan protegidos en principio frente a la pérdida de valor de sus participaciones por la garantía que supone el tipo de canje, será no obstante más difícil ejercer la acción de responsabilidad contra los administradores y la impugnación de la fusión tiene unas limitaciones que no se aplican a otro tipo de acuerdos. Por otra parte, los acreedores a través de su derecho de oposición pueden obtener una garantía bancaria, bloqueando todo el proceso hasta conseguirla. Pero este derecho también tiene sus límites, por una parte porque sólo lo tienen aquellos con créditos anteriores a la publicación del depósito del proyecto cuyo crédito no estuviera vencido, pero sobre todo porque es extraño que se ejercite, y los principales motivos son la ignorancia de su posibilidad de ejercicio, la brevedad del plazo y que su comunicación se realiza a través de unas publicaciones que en general no son conocidas por los acreedores, además que estos acreedores no querrán perder sus relaciones comerciales con sus clientes. *Vid.* ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., Fusión apalancada y asistencia financiera: el art. 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales, *AAMN*, Tomo 50, 2010 (Ejemplar dedicado a: Curso 2009/2010).

<sup>19</sup> En nuestra doctrina, esta postura ha sido defendida, entre otros, por PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C. y PERDICES HUERTOS, A. “Los negocios sobre las propias acciones” en URÍA, R., MENÉNDEZ, A. y OLIVENCIA, M. (dirs.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, tomo IV, volumen 2º B, Ed. Cívitas, 2003, pp. 460-462.

*Provincial de Madrid, Sección 28ª, de fecha 9 de enero de 2007*, en el asunto de la OPA de Endesa. Esta se acoge al tercero de los argumentos expuestos, recogiendo un concepto estricto de asistencia financiera, considerando que en el caso de fusión no es aplicable porque se trata de un proceso que ya contempla garantías específicas para acreedores y socios minoritarios.<sup>20</sup>

## 2.2. Regulación actual

Hoy sí contamos con una regulación especial para el caso de la fusión apalancada, que la incluye la LME de 2009 al tratar el propio procedimiento de la fusión. Sin embargo, con esta nueva regulación la discusión, lejos de resolverse o aclararse, se acrecienta aún más si cabe, y persiste el escenario de incertidumbre y el debate.

La tramitación parlamentaria se inició casi un año antes de la aprobación definitiva, el 19 de mayo de 2008, con la presentación del proyecto de ley en el Congreso de los Diputados. Durante su tramitación parlamentaria fue objeto de numerosas enmiendas: en total, el texto fue objeto de 107 enmiendas en el Congreso y 25 enmiendas en el Senado.<sup>21</sup>

Las críticas a esta ley fueron referidas a su técnica, ya que pretendía regular estas operaciones para cualquiera que fuera el tipo social; a la introducción de nuevas instituciones, como la cesión de activos y pasivos; y por otra parte, a las incoherencias y debilidades técnicas de las distintas soluciones adoptadas por la ley. En este último grupo incluimos las referidas a la solución adoptada por el artículo 35 respecto a la prohibición de la asistencia financiera en las fusiones apalancadas.

---

<sup>20</sup> Respecto a la cuestión apuntada, la *Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, Sección 28ª, de fecha 9 de enero de 2007* dice que aún bajo la hipótesis de fusión entre GAS NATURAL Y ENDESA, “no justifica la aplicación del artículo 81 TRLSA (RCL 1989, 2737 y RCL 1990, 206) porque se trata de un proceso que ya contempla garantías específicas para acreedores y socios minoritarios” Al margen de ello el Crédito tampoco impone la fusión. En el referido folleto explicativo presentado a la CNMV se excluye que la Financiación dependa de una eventual fusión con Endesa, dice la Audiencia.

<sup>21</sup> Las diferentes intervenciones en el Congreso pueden consultarse en: [http://www.congreso.es/portal/page/portal/Congreso/Congreso/Intervenciones?\\_piref73\\_1335415\\_73\\_1335414\\_1335414.next\\_page=/wc/servidorCGI&CMD=VERLST&BASE=IWS9&FMT=INTTXLWS.fmt&DOCS=126&DOCORDER=FIFO&OPDEF=Y&QUERY=%28LEY+MODIFICACIONES+ESTRUCTURALES%29.ALL](http://www.congreso.es/portal/page/portal/Congreso/Congreso/Intervenciones?_piref73_1335415_73_1335414_1335414.next_page=/wc/servidorCGI&CMD=VERLST&BASE=IWS9&FMT=INTTXLWS.fmt&DOCS=126&DOCORDER=FIFO&OPDEF=Y&QUERY=%28LEY+MODIFICACIONES+ESTRUCTURALES%29.ALL). Las enmiendas formuladas en el Senado se han publicado en el Boletín Oficial de las Cortes Generales de 18 de febrero de 2009.

El proyecto de ley remitido por el Consejo de Ministros a las Cortes Generales el 16 de mayo de 2008, optaba por no trasponer la reforma del régimen de la asistencia financiera, que autorizaba a aprobar en sus normas societarias la Directiva 2006/68 a los Estados Miembros, pues iba más allá, ya que el antiguo art. 33 LME del proyecto, lo que perseguía era excluir la fusión con apalancamiento previo de la prohibición general de asistencia financiera.<sup>22</sup>

Finalmente, la redacción última ha sido la del actual artículo 35 LME que bajo el título de “*Fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente*” pretendía establecer una serie de garantías adicionales a las de cualquier fusión para las compras apalancadas seguidas de fusión. Sin embargo, debido a las sucesivas modificaciones introducidas en la tramitación del proyecto de ley en las Cortes Generales, ha frustrado las expectativas del resultado no ha sido el esperado y no se ha obtenido una regulación clara.

Tras su publicación, las discrepancias no han cesado. En el análisis de estas en lo que a la fusión apalancada atañe, nos detendremos más adelante, al llegar al siguiente punto.

La regulación que presenta la LME respecto a la fusión apalancada en este punto es muy similar a la del artículo 2501-bis del *Codice Civile* italiano. Este precepto se aprueba en la *Legge Delega núm. 336/2001*, entrando en vigor antes incluso que la reforma de la Directiva 2006, por lo que podemos considerar al sistema italiano avanzado en la cuestión y también por ello la doctrina lo ha tomado como referente en la materia.<sup>23</sup> Anteriormente a la reforma que entraría en vigor el 1 de enero en 2004, de modo similar a nuestra situación previa al artículo 35 de la LME, en Italia, la asistencia financiera en general se regulaba en el artículo 2358.1 de su Código Civil.

En la *Legge Delega núm. 336/2001* se ordenaba al Gobierno tener en cuenta la interpretación doctrinal que defendía que la fusión apalancada no violaba la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones puesto que el procedimiento de

---

<sup>22</sup> Considerando 6º de la Directiva de 2006: “Los acreedores deben poder recurrir, bajo determinadas condiciones, a procedimientos judiciales o administrativos cuando sus derechos están en juego a consecuencia de una reducción del capital de una sociedad anónima, con el fin de reforzar la protección estándar de los acreedores en todos los Estados Miembros”, en otras palabras, permitir los LBO con la ayuda financiera de la propia sociedad bajo ciertas condiciones y hasta cierto importe.

<sup>23</sup> Véase SÁNCHEZ DAFOS, J.A., “El efecto de la prohibición de asistencia financiera en las operaciones de Forward Merger LBO en España y el efecto de la reforma en Italia”, *RDS*, núm. 24, 2005, p. 501.

fusión protege suficientemente a socios y acreedores. Y es que esta regulación no es más que la objetivación de lo que ya se trataba a nivel doctrinal y jurisprudencial en Italia. Así, en la doctrina italiana se distinguían tres posiciones: una de ellas, bajo una interpretación en sentido amplio del concepto de “asistencia financiera”, considera toda compra apalancada como una vulneración de la prohibición; una segunda, la considera positiva y lícita en todo caso y, por último, desde una interpretación más estricta de los términos, aquellos que mantenían una posición intermedia considerando la posibilidad de fusión apalancada en fraude de ley, pero entendiendo que siempre habrá que analizar el caso concreto para valorar su licitud.

También la jurisprudencia italiana ha tomado posición en el asunto, pero si bien no ha mantenido una posición uniforme en los últimos pronunciamientos previos a la reforma, parece haberse mantenido constante en el cuestionamiento en determinadas circunstancias de la legitimidad de fusiones apalancadas, sobre todo en aquellas en las que parecía concurrir fraude de ley como modo de evitar la aplicación de la prohibición.

Así podemos recopilar las siguientes sentencias del Tribunal de Milán con sus diferentes pronunciamientos al respecto:<sup>24</sup>

- *Sentencia de 14 de mayo de 1992 del Tribunal de Milán (Caso Farmitalia)*: en una estructura parecida a una fusión apalancada el tribunal falló considerando que la operación cumplía las condiciones para no caer en la prohibición de asistencia financiera.

- *Sentencia de 30 de junio de 1992 del Tribunal de Milán (Sala de lo Penal)*: en este caso consideró que la adquisición apalancada que concurría sí vulneraba el artículo 2358 del Código Civil italiano vigente entonces

- *Sentencia de 13 de mayo de 1999 del Tribunal de Milán*: en este caso tenía lugar una fusión apalancada inversa. Esta sentencia se tomará como referente desde entonces en cuanto a la puntualización que introdujo, y fue que una operación de *Forward Merger Leveraged Buy-Out* será válida siempre que el proceso en su conjunto tenga una “*business reason*” válida.

---

<sup>24</sup> Para un análisis más exhaustivo de la jurisprudencia italiana sobre la materia puede consultarse SÁNCHEZ DAFOS, J.A., “El efecto de la prohibición de asistencia financiera en las operaciones de Forward Merger LBO en España y el efecto de la reforma en Italia”, *RDS*, núm. 24, 2005, pp. 501 y ss.

- *Sentencia de 4 de febrero de 2000 del Tribunal de Milán*: consideró de nuevo ilícita una operación de LBO, si bien en supuesto de hecho lo constituía una insolvencia fraudulenta.

- *Sentencias de 25 de enero de 2001 y sentencia de 9 de octubre de 2002 del Tribunal de Milán*: que recogieron el mismo criterio que la sentencia de 13 de mayo del 1999 del mismo Tribunal.

En este contexto, el artículo 2501-bis del *Codice Civile* italiano vino a dar cabida a la licitud de las fusiones apalancadas siempre que se cumpliesen una serie de requisitos formales adicionales a los ya implícitos en cualquier proceso de fusión.

Entre estas garantías, destacan por su implicación respecto al control de la asistencia financiera, aquella que incide en que el proyecto de fusión debe describir las fuentes disponibles a la sociedad resultante de la fusión para hacer frente a sus obligaciones tras la misma. Lo que parece tratar de garantizar esta previsión es que los administradores deberán demostrar que existirán suficientes flujos de caja u otras fuentes para repagar la deuda de adquisición, tratando de evitar así que se ponga en riesgo a la sociedad *target*. Además, impone en las fusiones apalancadas la obligación de que el experto ratifique la razonabilidad del proyecto de fusión<sup>25</sup>

La reforma tuvo una buena acogida principalmente por dos razones, por ser coherente con la realidad económica, y por otra, porque recogía en cierta manera lo que la doctrina mayoritaria y lo que la jurisprudencia en la línea de la *Sentencia de 13 de mayo de 1999 del Tribunal de Milán* había sentado, eliminando de una vez por todas la incertidumbre acerca de su licitud. No obstante se le ha reprochado la falta de criterios objetivos para valorar los diferentes requisitos y garantías que exige.

El paralelismo y la identidad de razón existente entre las soluciones del artículo 2501-bis italiano y el 35 LME es evidente.<sup>26</sup>

---

<sup>25</sup> Sobre la influencia del *Codice Civile* italiano en la redacción inicial del anteproyecto de LME elaborado por la Comisión General de Codificación, véase RONCERO SÁNCHEZ, A., “Fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento del adquirente”, en Rodríguez Artegas, F. (coord), *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, t.I. Pamplona, Aranzadi, 2009, pp. 739 y ss.

<sup>26</sup> Transcripción literal del artículo 2501-bis del Codice Civile italiano:

[1] Nel caso di fusione tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, quando per effetto della fusione il patrimonio di quest'ultima viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti, si applica la disciplina del presente articolo.

En ambos preceptos se exige que el proyecto de fusión debe indicar los recursos financieros (y plazos en el caso del artículo 35 LME) necesarios para la satisfacción por la sociedad resultante de las deudas contraídas para la adquisición del control de la sociedad. Asimismo, en ambos preceptos prevén que se debe indicar en el informe de los administradores las razones de la transacción e incluir un plan económico y financiero, con expresión de los recursos y la descripción de los objetivos que se pretenden alcanzar. Por último se indica que el informe de los expertos sobre el proyecto de fusión debe contener un juicio sobre la razonabilidad de las indicaciones anteriores.

Hasta aquí el artículo 35 LME puede considerarse que ha tomado claramente como referencia el precepto italiano. No obstante, en el último inciso ha incluido una referencia que ha provocado que, mientras en Italia este precepto ha servido para clarificar y admitir las fusiones apalancadas siempre que se cumpliesen los requisitos expuestos, en España el debate ha persistido o incluso se ha acrecentado. Y es que el artículo 35.3 in fine, exige el que experto independiente debe determinar además “si existe asistencia financiera”. Por lo tanto, en ambos preceptos se exige la concurrencia de ciertas garantías para que tenga lugar una fusión apalancada lícita, pero la gran diferencia respecto a ambos recae en el inciso final del artículo 35 LME, y que por otra parte es el que mayor conflictividad interpretativa esté causando entre la doctrina.

Por tanto, parece que la tendencia es la sustitución de la prohibición por un sistema de garantías destinadas a reforzar la responsabilidad de los administradores y a garantizar la situación financiera de las sociedades, al estilo de la ya comentada Directiva de 2006, no obstante los requisitos que esta establece son más concretos y

---

[2] Il progetto di fusione di cui all'articolo 2501-ter deve indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione.

[3] La relazione di cui all'articolo 2501-quinquies deve indicare le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano economico e finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere.

[4] La relazione degli esperti di cui all'articolo 2501-sexies, attesta la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione ai sensi del precedente secondo comma.

[5] Al progetto deve essere allegata una relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti della società obiettivo o della società acquirente.(2) (3)

[6] Alle fusioni di cui al primo comma non si applicano le disposizioni degli articoli 2505 e 2505-bis.

deseables desde un punto de vista de la seguridad jurídica, que los términos generales en los que hablan el artículo 2501-bis CC italiano y el 35 LME español.

La cuestión conflictiva hoy en España reside en que la ley no excluye ni afirma la ilicitud de las fusiones apalancadas, pues existirá asistencia financiera o no en la fusión dependiendo de si se cumplen los presupuestos establecidos al efecto en el artículo 35 LME, y, en último término, del pronunciamiento del experto al respecto. No obstante, existen autores que consideran que el resultado práctico del art. 35 LME es un agravamiento respecto a la situación existente antes de aprobarse la norma, ya que se entendía de forma generalizada, que la fusión mediando apalancamiento financiero no infringía las limitaciones existentes en materia de asistencia financiera sobrevenida por las garantías legales del proceso de fusión; en cambio ahora podrá haber operaciones ilícitas que incurran en la prohibición de asistencia financiera, sin existir asistencia financiera directa en forma de préstamos o garantías de la sociedad adquirida al tercero, por el sobreendeudamiento a que la sociedad *target* se pueda ver expuesta por efecto de la fusión.<sup>27</sup>

### **2.3. Cuestiones abiertas en la actual regulación**

El artículo 35 LME, como hemos visto, establece para las fusiones apalancadas un procedimiento societario en el que se imponen una serie de obligaciones, adicionales a las exigidas a la fusión ordinaria, de información a los administradores, de justificación de la fusión en cuanto a su viabilidad económica y financiera. Estas han de explicitarse en el proyecto común de fusión y en el informe de administradores que sobre la fusión debe aprobar el órgano de administración de las sociedades intervinientes. En definitiva, los administradores deben justificar la operación y no deberán proponer la fusión, si la

---

<sup>27</sup> Véase, por todos, MINGOT AZNAR, M., “Contenido y alcance del informe del experto independiente en las fusiones apalancadas del art. 35 LME”, *RDS*, núm. 35, 2010, pp. 257-265, y en afirmación de su argumento, la consideración de la ya comentada la *Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, Sección 28ª, de fecha 9 de enero de 2007* acerca de la OPA de ENDESA previa a la introducción del 35 LME.

sociedad resultante no fuese viable desde el punto de vista financiero, siendo responsables por el incumplimiento de dichas obligaciones.<sup>28</sup>

Con ello, esta nueva regulación pretendía zanjar la polémica y aclarar la plena validez de las fusiones apalancadas al gusto de muchos, al igual que lo hizo su antecedente italiano, superando la controversia doctrinal sobre la compatibilidad de estas operaciones con la prohibición de la asistencia financiera. Lejos de esto, resultó en un precepto confuso, descoordinado y de difícil interpretación,<sup>29</sup> que deja nuevos ámbitos y cuestiones abiertas al debate interpretativo.

A continuación apuntamos y comentamos las principales cuestiones faltas de aclaración en la regulación actual, tratadas por la doctrina respecto a la fusión apalancada:

### **2.3.1. *Ámbito objetivo de aplicación***

En principio, el precepto tiene la intención de abarcar tanto la adquisición del control de sociedades como la adquisición de sus activos. En opinión de una parte de la doctrina, el considerar incluido también el segundo supuesto carece de sentido técnico, pues la prohibición de asistencia financiera se aplica exclusivamente a la adquisición de acciones o participaciones de una sociedad, pero no de sus activos, sean esenciales o relevantes o no.<sup>30</sup> Y esto parece claro atendiendo a la que desde un inicio hemos dejado sentada que era la finalidad de la prohibición de la asistencia financiera, que es el mantener la integridad del patrimonio de la sociedad frente a los acreedores y socios de la misma. Por lo tanto, este grupo de autores no encuentra en ningún caso justificado su mismo tratamiento.

---

<sup>28</sup> En términos similares de responsabilidad, las transacciones ejecutadas con asistencia financiera autorizada bajo el artículo 23 de la Directiva 2006/68/CE deberán tener lugar bajo la responsabilidad del órgano de administración, en cumplimiento de todos los requisitos establecidos.

<sup>29</sup> En todos los textos que he manejado en relación a la materia, el autor se expresa en este sentido crítico contra el precepto. Especialmente ilustrativo es el título expositivo en el estudio de SÁNCHEZ CALERO, J. y FERNÁNDEZ TORRES, I. que lo tildan de “Un catálogo de dudas”. *Vid.* SÁNCHEZ CALERO, J. y FERNÁNDEZ TORRES, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (Oportunidad y acierto del art. 35 LME)”, *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, Universidad Complutense, (2011/38), Abril, 2011, p. 10.

<sup>30</sup> En este sentido véase VIVES RUIZ, F. y TAPIAS MONNÉ, A., “La Ley de Modificaciones Estructurales. Una norma técnicamente fallida”, *InDret* (4/2013), *RAD*, Barcelona, Octubre, 2013, pp. 34-35.

Por contra, otra parte de la doctrina entiende que se trata de una norma que presume un fraude de ley y que plantea el problema de cómo valorar ese carácter esencial o importante de los activos o su valor<sup>31</sup>, por lo que sólo se dará el supuesto si esos activos fueran sustancialmente todo el patrimonio de la vendedora o van a constituir la mayor parte del patrimonio de la sociedad resultante de la fusión.

### **2.3.2. *Ámbito subjetivo de aplicación***

Dentro de este título, en que nos preguntamos si el artículo 35 LME es aplicable por igual a todo tipo de fusiones apalancadas, nos encontramos diferentes cuestiones objeto de discusión que trataremos separadamente:

**2.3.2.1.-** ¿Es aplicable el artículo 35 LME a todas las fusiones intervengan o no sociedades de capital? ¿y tanto en el caso de la fusión normal como de la fusión inversa (en el que la adquirente es la absorbida)? ¿es necesario el informe de expertos en caso de que la sociedad resultante de la fusión no sea una SA?

La respuesta a los tres interrogantes ha de ser positiva por las siguientes razones. Por una parte considerando una interpretación finalista del precepto ha de considerarse afirmativas las respuestas a los tres interrogantes, pues si la *ratio legis* es evitar los riesgos que nacen de cara a los socios, acreedores y la propia sociedad *target*, estos surgen y deben evitarse tanto en el caso en el que intervenga en la operación una sociedad de capital como cuando no, y lo mismo cuando la fusión es normal o inversa, pues en este último caso la adquirida inicialmente también estará respondiendo de la financiación externa. Por otra parte, una razón de peso para las tres cuestiones es que la ley no hace distinción, en relación a intervención de sociedad de capital o no, ni en relación a fusión normal o inversa, ni en función del tipo de sociedad resultante. Y, por último, una razón de menor entidad pero que debe tenerse en cuenta en una lógica legislativa, es que de no ser aplicable a estos supuestos a que nos referimos, estaríamos dejando fuera del campo de aplicación la mayoría de las operaciones que persigue

---

<sup>31</sup> Esta es la interpretación que se recoge en ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera: el art. 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales”, *AAMN*, Tomo 50, 2010 (Ejemplar dedicado a: Curso 2009/2010), pp, 119.

incluir, pues la realidad práctica nos muestra que en la mayoría de los casos es partícipe en la misma una sociedad de capital riesgo y la adquirente es una SL.

**2.3.2.2.-** Otra cuestión que se plantea es si el informe del experto independiente es exigible o no en toda clase de fusiones en las que haya apalancamiento previo, o si también es exigible a las “fusiones especiales” entendiéndose por estas las fusiones íntegramente participadas, en las que la absorbente es titular de un 90% o más del capital (arts. 49.1.2º y 50 LME), en las que la entidad resultante es una sociedad de responsabilidad limitada (art. 34.1 LME) o en las fusiones en las que exista acuerdo previo de Junta General adoptado por unanimidad de exclusión del informe de experto siendo las sociedades participantes o la resultante no anónimas (art. 42 LME), en los que, a priori, no se hace preceptivo el informe del experto independiente.

Sobre esta cuestión no existe unanimidad en la doctrina, aunque esta, hasta el momento, ha realizado una interpretación literal del precepto puesta en conexión con los antecedentes legislativos de aprobación, y parece inclinarse mayoritariamente por considerar que el informe de experto independiente ha de emitirse en cualquier operación de fusión apalancada, sin excepción alguna, y ello principalmente debido al carácter de norma especial del artículo 35 LME, aunque también es especial el régimen de estos casos particulares de fusiones, pero sobre estas primará el artículo 35. Este parece ser también el criterio de calificación registral preponderante manifestado por los registradores.<sup>32</sup> La exigencia del informe de experto en todas las fusiones con apalancamiento sin excepción, se traducirá de forma notable en mayores costes y en el alargamiento del proceso de fusión, pero redundará de forma notable en la transparencia de las operaciones de LBO.

**2.3.2.3.-** Por último, cabe plantearse si el régimen especial del artículo 35 es de aplicación a la escisión y a la cesión global. Debemos distinguir ambos supuestos. Por una parte, en cuanto a la escisión, la cuestión es menos conflictiva, pues su regulación en el artículo 73 LME prevé en su apartado primero que “la escisión se regirá por las normas establecidas para la fusión en esta Ley, con las salvedades contenidas en este Capítulo”, entendiéndose que las referencias a la sociedad resultante de la fusión equivalen a referencias a las sociedades beneficiarias de la escisión. Por lo tanto, la

---

<sup>32</sup> En este sentido, véase MINGOT AZNAR, M., Contenido y alcance del informe del experto independiente en las fusiones apalancadas del art. 35 LME, *RDS*, núm. 35, 2010, p. 215.

doctrina en este punto considera claro el hecho de que debe aplicarse sin recelo a la operación de escisión, en su caso, la regulación del artículo 35.

Distinto es el caso de la cesión global, pues sorprendentemente, aun pudiéndose dar igualmente la circunstancia de la asistencia financiera en este tipo de operaciones, no existe una remisión expresa como en el caso de la escisión a la regulación de la fusión. La doctrina lo considera un caso de vacío legal, pues no se entiende que la intención del legislador sea el haber dejado conscientemente fuera del ámbito del artículo 35 la cesión global. Por ello ha sido calificado de “anomalía”<sup>33</sup>, y por eso debe entenderse que cabe la analogía respecto a la escisión, pues la identidad de razón es evidente y la norma del artículo 35 no es prohibitiva.

### **2.3.3. El endeudamiento**

También en este caso son un listado de aspectos los relativos al endeudamiento, acerca de los que no ha sido claro el legislador.

El precepto dice que la deuda debe haberse contraído en los tres años anteriores a la fusión. Varias cuestiones se dejan abiertas. Parece que ha de entenderse por una parte que los tres años han de contarse hacia atrás desde la fecha de formulación del proyecto de fusión, ya que es en la fecha cuando los administradores deben valorar y analizar si procede aplicar el art. 35 LME.<sup>34</sup> En cuanto al concepto de adquisición de “control”, la doctrina entiende que ha de interpretarse en sentido amplio bajo las mismas presunciones y en el sentido del artículo 42 del Código de Comercio.<sup>35</sup>

Por otra parte, aunque la ley no lo dice expresamente, debe entenderse que la deuda ha de estar pendiente de pago en el momento de la fusión, pues sino no tienen sentido los requisitos adicionales que impone el 35 LME.

---

<sup>33</sup> Sobre esta cuestión véase GONZÁLEZ-MENESES, M., “La Ley 3/2009, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, y el retroceso del derecho civil”, *El Notario Del Siglo XXI*, Enero-Febrero 2014, núm. 53. Puede consultarse en: <http://www.elnotario.es/index.php/109-hemeroteca/revistas/revista-30/1244-la-ley-3-2009-sobre-modificaciones-estructurales-de-las-sociedades-mercantiles-y-el-retroceso-del-derecho-civil-0-9835782879810578>

<sup>34</sup> Véanse, principalmente, ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S. “Fusión apalancada...”, *op. cit.* En el mismo sentido *vid.* MINGOT AZNAR, M. “Contenido y alcance del informe...”, *op. cit.* p. 212.

<sup>35</sup> En este sentido, MINGOT AZNAR, M. “Contenido y alcance del informe...”, *op. cit.* p. 215.

En mi opinión, otro aspecto que no queda claro, y que además es criticable, es el importe del endeudamiento, pues la norma no establece un umbral máximo (que podría haber hecho, por ejemplo, fijándolo en proporción al valor de la empresa, su EBITDA, u otros criterios) a pesar de que la finalidad de la norma es evitar el excesivo endeudamiento. Lógicamente, no todo endeudamiento supone el mismo riesgo, sin embargo la norma prevé que en todo caso tendrá lugar su aplicación. La norma no establece unas bases metodológicas para la evaluación de la suficiencia de los recursos disponibles en la sociedad resultante al servicio de la deuda ni la cuantía de los recursos de la *target* susceptibles de vinculación al repago de la financiación de adquisición. Es una situación de indefinición metodológica.<sup>36</sup> Se ha criticado también el hecho de que sea un experto independiente especializado en finanzas quien se pronuncie sobre un asunto de legalidad societaria, a menos que el informe de experto se refiera a la significación económica de la asistencia financiera.<sup>37</sup> Sobre el informe del experto independiente discutiremos en el siguiente punto.

Podría plantearse si tiene sentido que se aplique la norma en el caso de que el préstamo proceda de la matriz de la adquirente. En ese caso existe una verdadera inversión por el adquirente y sí será aplicable por dos razones, una es que de nuevo la ley no especifica lo contrario y no hace distinción, y por otra, porque la solvencia de la sociedad resultante también puede verse comprometida aunque el prestatario pertenezca al grupo.<sup>38</sup>

Se plantea una última cuestión, y es que, desde la perspectiva notarial, cómo se puede saber si en una determinada fusión ha existido ese endeudamiento. Son los administradores los que deben aportar la información en el caso de que exista ese endeudamiento, y el no hacerlo podrá dar lugar a la impugnación de la fusión, y por supuesto a su responsabilidad. Por supuesto, si el notario tiene conocimiento de la circunstancia del endeudamiento debe exigir el cumplimiento de la norma.<sup>39</sup>

---

<sup>36</sup> Según MIGOT AZNAR, M., (*“Contenido y alcance ...”*), *op. cit.*, p. 216, esta indefinición metodológica es asimilable a la Disposición Adicional Cuarta de la Ley Concursal, para los que no se establece ninguna metodología de evaluación del plan de negocio que permita concluir que este es “realizable”.

<sup>37</sup> Véase MINGOT AZNAR, M., “Contenido y alcance del informe del experto independiente en las fusiones apalancadas del art. 35 LME”, *RDS*, núm. 35, 2010, p. 216.

<sup>38</sup> y <sup>39</sup> Véanse en este sentido, ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada...”, *op. cit.*; MINGOT AZNAR, M., “Contenido y alcance del informe...”, *op. cit.* p.218.

## 2.3.4. *El requisito del informe de expertos*

### 2.3.4.1.- *Pronunciamientos*

2.3.4.1.1.- En primer lugar el artículo 35 habla sobre el informe de los administradores. A este respecto, dice que este ha de referirse al proyecto de fusión indicando por una parte las razones que hubieran justificado la adquisición del control o de los activos y que justifiquen, en su caso, la operación de fusión; y, por otra, debe contener un plan económico y financiero, con expresión de los recursos y la descripción de los objetivos que se pretenden conseguir. Este último es el que puede considerarse el elemento central de toda la regulación del artículo 35 LME.

El artículo 35 LME, en su apartado 3, concluye diciendo que el informe de los expertos debe contener un juicio sobre la razonabilidad de las indicaciones a que se refieren los dos números anteriores (proyecto de fusión e informe de los administradores), determinando además si existe asistencia financiera. Por tanto, dado que la cuestión central como dijimos es el plan económico-financiero, la principal cuestión sobre la que se deberá pronunciar el experto es sobre la razonabilidad de este, lo que conlleva una evaluación del sobreendeudamiento. Parece que existe un cierto consenso entre los autores y la doctrina que ha analizado el artículo 35 LME acerca de que el juicio del experto independiente ha de ser técnico sobre la solvencia financiera de la sociedad resultante de la fusión.<sup>40</sup>

Deberá entre otras cosas cotejar los datos ofrecidos con los de la contabilidad y los contratos de financiación. El juicio económico sobre la razonabilidad debe ser un juicio sobre la posibilidad real de pago según las condiciones pactadas, no una mera auditoría formal.<sup>41</sup> En primer lugar los administradores de la sociedad que hubiera contraído el endeudamiento deben obligatoriamente discernir en su informe qué recursos de libre

---

<sup>40</sup> En la discusión parlamentaria de la LME los dos grupos mayoritarios relacionan la asistencia financiera con el problema del sobre endeudamiento de las sociedades: [http://www.congreso.es/portal/page/portal/Congreso/Congreso/Intervenciones?\\_piref73\\_1335415\\_73\\_1335414\\_1335414.next\\_page=/wc/servidorCGI&CMD=VERLST&BASE=IWS9&FMT=INTTXLWS.fmt&DOCS=126&DOCORDER=FIFO&OPDEF=Y&QUERY=%28LEY+MODIFICACIONES+ESTRUCTURALES%29.ALL](http://www.congreso.es/portal/page/portal/Congreso/Congreso/Intervenciones?_piref73_1335415_73_1335414_1335414.next_page=/wc/servidorCGI&CMD=VERLST&BASE=IWS9&FMT=INTTXLWS.fmt&DOCS=126&DOCORDER=FIFO&OPDEF=Y&QUERY=%28LEY+MODIFICACIONES+ESTRUCTURALES%29.ALL).

<sup>41</sup> Respecto a las comprobaciones concretas que deberá incluir el informe del experto independiente ante la falta de previsión expresa de la ley y en relación al alcance y procedimientos aplicados en la realización del informe de experto independiente, vid. MIGOT AZNAR, M. (*“Contenido y alcance ...”*), *op. cit.*, p. 222.

disposición podrán ser libremente aplicados al servicio de la deuda en los plazos de reembolso previstos (art. 35.2º LME), sin perjudicar ni menoscabar la actividad ordinaria o las inversiones productivas, una vez atendidos los gastos operativos. En segundo lugar, la labor del experto consiste en analizar si los recursos previstos por los administradores a tal efecto son suficientes para hacer frente a la deuda financiera, tanto de adquisición como a la deuda ya existente en la *target*, en los plazos de amortización de la financiación acordados con las entidades financieras. El problema viene dado por el hecho de que el artículo 35 LME no ha concretado cuáles son esos recursos, cómo se calculan y cuál es su origen, por ello se ha considerado metodológicamente fallida.

Por otro lado, en principio, el auditor de cuentas es el sujeto más idóneo para redactar este tipo de informe, aunque de ordinario será una firma de auditoría que suelen tener departamentos al efecto para este tipo de servicios, que, por supuesto, no podrá ser el propio auditor de cuentas de las sociedades participantes por cuestiones de incompatibilidad, pues el experto ha de ser un tercero independiente.

**2.3.4.1.2.-** El segundo aspecto sobre el que debe pronunciarse el experto independiente es sobre la existencia de asistencia financiera. Como ya se ha anticipado al introducir el artículo 35 en su comparación con el 2501-bis italiano, este inciso en el artículo 35 LME es genuino de España en relación a otras legislaciones, y es una de las cuestiones que más controversia ha ocasionado en esta nueva regulación sobre la fusión apalancada. Es de muy difícil interpretación y se aparta del precedente italiano que sí que logró dejar zanjada la cuestión. Además, su tramitación parlamentaria no permite determinar cuál fue la verdadera voluntad del legislador. Se introdujo tras la aprobación de una enmienda del Grupo Popular en el senado<sup>42</sup> y lo cierto es que ha traído grandes problemas. Y es que cuando el resto del artículo nos hace pensar que esta nueva regulación se trata de un nuevo enfoque de la asistencia financiera en las fusiones apalancadas, instrumentada a partir de un régimen de garantías, esta mención a la valoración por el experto acerca de la existencia de “asistencia financiera” nos hace plantearnos si en realidad no hemos salido con esta especie de remisión a la regulación general de la asistencia financiera de los artículos 143.2 y 150 LSC. En este sentido, se

---

<sup>42</sup> Fue la enmienda parlamentaria número 40 a propuesta del Grupo Parlamentario Popular: [http://www.congreso.es/portal/page/portal/Congreso/Congreso/Intervenciones?\\_piref73\\_1335415\\_73\\_1335414\\_1335414.next\\_page=/wc/servidorCGI&CMD=VERLST&BASE=IWS9&FMT=INTTXLWS.fmt&DOCS=126&DOCORDER=FIFO&OPDEF=Y&QUERY=%28LEY+MODIFICACIONES+ESTRUCTURALES%29.ALL](http://www.congreso.es/portal/page/portal/Congreso/Congreso/Intervenciones?_piref73_1335415_73_1335414_1335414.next_page=/wc/servidorCGI&CMD=VERLST&BASE=IWS9&FMT=INTTXLWS.fmt&DOCS=126&DOCORDER=FIFO&OPDEF=Y&QUERY=%28LEY+MODIFICACIONES+ESTRUCTURALES%29.ALL).

ha llegado por ello a calificar el precepto de “norma suicida”<sup>43</sup>, pues como el experto necesariamente determinará que se ha de reembolsar con recursos de la sociedad, se considerará que está prohibida por la ley, y por tanto nunca podría otorgarse escritura ni inscribirse. Pero además, si así se entiende, se estaría atribuyendo al técnico una función jurisdiccional, y por lo tanto esto constituiría un inconstitucional.

Dicho artículo no puede interpretarse de forma extensiva, de tal forma que implique el rechazo de las fusiones apalancadas, sino todo lo contrario, y que corresponde al experto independiente la interpretación de la asistencia financiera pero en un sentido meramente económico<sup>44</sup>, como es la función del experto independiente, y no en referencia a la prohibición de asistencia financiera del artículo 150 LSC. Y es que el informe del experto independiente ha de versar sobre cuestiones financieras o económicas no jurídicas, por lo tanto, el pronunciamiento sobre la existencia de asistencia financiera en la fusión ha de entenderse que va unido al juicio previo de razonabilidad financiera que haga el experto sobre la operación. En este sentido, sólo si el sobreendeudamiento cuestionase la solvencia futura de la sociedad resultante, entonces la operación puede no ser razonable por la excesiva vinculación de recursos al servicio de la deuda.<sup>45</sup>

La doctrina se ha decantado en señalar que el informe de expertos independientes sí es necesario y ha de emitirse en cualquier caso de fusión apalancada<sup>46</sup>, pues es una forma de incrementar la información de que disponen los sujetos interesados en la fusión proveyendo de una valoración técnica y objetiva que les permita obtener un conocimiento más exacto de las bases sobre las que se realiza la fusión para considerar su conveniencia en orden al ejercicio de sus respectivos derechos. No obstante, la referencia a la asistencia financiera que ha de hacer el experto, la mayoría de la doctrina, desde una perspectiva finalista, no la ha interpretado considerando que como norma general esta esté prohibida, más al contrario, se ha entendido como que el experto únicamente deberá valorar si concurren o no motivos diferentes al de facilitar la adquisición de la *target* y ello desde un estudio económico-financiero. Por otro lado,

---

<sup>43</sup> Véase VICENT CHULIÁ, F., *Introducción al Derecho Mercantil*, Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2005, pp. 353-355.

<sup>44</sup> Véase VIVES RUIZ, F. y TAPIAS MONNÉ, A. “La Ley de Modificaciones Estructurales. Una norma técnicamente fallida”, InDret (4/2013), *RAD*, Barcelona, Octubre, 2013, p. 35.

<sup>45</sup> Véase también MINGOT AZNAR, M., “Contenido y alcance del informe del experto independiente en las fusiones apalancadas del art. 35 LME”, *RDS*, núm. 35, 2010, p. 219.

<sup>46</sup> En este sentido véase, fundamentalmente, LÓPEZ MATEO, M.A., “Asistencia Financiera: análisis y crítica del Derecho vigente”, L3/2009 (I), *RDM*, núm. 272, 2009, p. 554.

algunos autores han visto un paralelismo entre el informe de experto del plan de viabilidad en los acuerdos de refinanciación de la DA 4ª de la Ley Concursal, y el experto de las fusiones apalancadas, pues en ambos casos, lo que se busca es la detección preventiva de una posible situación de dificultad financiera que permite la actividad de la empresa en funcionamiento a corto y medio plazo.<sup>47</sup>

La doctrina ha sintetizado en tres las posturas que pueden sostenerse en cuanto a la interpretación del inciso acerca de la asistencia financiera en este precepto:<sup>48</sup>

- 1) Entender que se trata de un simple error de redacción sin consecuencias. El experto por tanto debe decir o más bien asumir que siempre hay asistencia financiera, sin que deba pronunciarse sobre si es asistencia financiera prohibida o no, pues esto no lo exige la ley.
- 2) Pensar que de lo que se trata es de que emita una opinión sobre la existencia de la asistencia financiera prohibida distinta de la derivada del procedimiento de fusión apalancada. Por tanto sólo tendría que pronunciarse acerca de la asistencia financiera originaria, en el momento de la adquisición o endeudamiento, no en la que se da sobrevenidamente con la fusión.
- 3) Sostener que se refiere a un juicio técnico sobre si el resultado de la fusión es compatible con las normas de asistencia financiera establecidas en la Directiva de 2006, es decir, si cumple las garantías en ella previstas. El acordar con esta postura permite dar un contenido técnico a esta mención, cumpliendo al mismo tiempo la directiva, y es lo más acorde con el interés protegido con el fin de la norma y con los principios mercantiles generales de integridad del capital social. Esta ha parecido ser la postura mayoritaria entre la doctrina.

De entre las numerosas enmiendas presentadas al Proyecto de Ley de la actual LME, la doctrina echa en falta la aprobación de la propuesta por el Grupo Parlamentario Catalán que proponía una redacción al 35.3 más parecida a la del contenida en el Código Civil italiano y, sobre todo, porque no incluía la referencia a la asistencia

---

<sup>47</sup> Sobre la similitud entre el informe del experto independiente en la fusión y en los acuerdos de refinanciación, *vid.* SÁNCHEZ CALERO, J. y FERNÁNDEZ TORRES, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (Oportunidad y acierto del art. 35 LME)”, *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, Universidad Complutense, (2011/38), Abril, 2011, p. 35.

<sup>48</sup> En términos similares plantea esta clasificación VIVES RUIZ, F. y TAPIAS MONNÉ, A., “La Ley de Modificaciones Estructurales. Una norma técnicamente fallida”, *InDret* (4/2013), *RAD*, Barcelona, Octubre, 2013, p. 36.

financiera que dificulta la interpretación. Así, es lamentable que no se hubiera aprobado, pues ello hubiera supuesto una notable mejora técnica de la regulación de las fusiones apalancadas.

Dicha enmienda proponía sustituir el apartado tercero del párrafo primero del artículo 35 LME por la siguiente redacción:

“3. El informe de los expertos sobre el proyecto de fusión contendrá un juicio técnico sobre la suficiencia de la información proporcionada por los administradores, el carácter razonable y realizable del plan económico y financiero que permite asegurar la continuidad de la empresa social en el corto y en el medio plazo y acerca de la justificación del endeudamiento asumido conforme a las condiciones normales de mercado existentes en su momento. En el caso de que el informe contuviera reservas o limitaciones de cualquier clase, su importancia deberá ser expresamente evaluada en su conjunto, a la vista de la evidencia obtenida, antes de emitir una opinión favorable o desfavorable. En estos supuestos será necesario el informe de expertos aun cuando se trate de acuerdo unánime de fusión.”<sup>49</sup>

#### **2.3.4.2.- Efectos**

En relación a los informes nos queda tratar una cuestión más, pero se presenta mucho más clara a la doctrina. No cabe duda, de que además de la función informativa, implican una responsabilidad de ambos respecto de su contenido.

¿Qué supone un juicio negativo sobre el plan financiero por parte del experto independiente? ¿Impide al notario o registrador autorizar o inscribir la escritura de fusión?

La doctrina entiende que no, al menos *de iure*, y el motivo principal es de nuevo la incertidumbre sobre la figura, ya que no está claro su carácter prohibido y por tanto la ilegalidad de la fusión, y aun siendo esta ilegal y por tanto nula, tampoco está claro si lo nulo sería el negocio de financiación, la compra o la propia fusión. Pero esto no hace inútil a este informe, pues además del papel informativo, influirá en el voto y en el ejercicio del derecho de oposición, y supondrá probablemente una presunción en contra de una actuación diligente de los administradores, por lo que si este es negativo lo normal es que *de facto* la fusión no prospere ya que, en caso de que la sociedad

---

<sup>49</sup> La discusión parlamentaria puede consultarse en el siguiente enlace: [http://www.congreso.es/portal/page/portal/Congreso/Congreso/Intervenciones?\\_piref73\\_1335415\\_73\\_1335414\\_1335414.next\\_page=/wc/servidorCGI&CMD=VERLST&BASE=IWS9&FMT=INTTXLWS\\_fmt&DOCS=126&DOCORDER=FIFO&OPDEF=Y&QUERY=%28LEY+MODIFICACIONES+ESTRUCTURALES%29.ALL](http://www.congreso.es/portal/page/portal/Congreso/Congreso/Intervenciones?_piref73_1335415_73_1335414_1335414.next_page=/wc/servidorCGI&CMD=VERLST&BASE=IWS9&FMT=INTTXLWS_fmt&DOCS=126&DOCORDER=FIFO&OPDEF=Y&QUERY=%28LEY+MODIFICACIONES+ESTRUCTURALES%29.ALL).

resultante no pudiera hacer frente a la deuda de adquisición, los administradores se estarían arriesgando a la correspondiente responsabilidad.<sup>50</sup> De aquí, que se haga imprescindible para los operadores, asesores y entidades financieras intervinientes en este tipo de operaciones, el tener claros los términos de la exigencia, alcance, contenido y vinculación del preceptivo informe de experto independiente exigido en las fusiones apalancadas, para, entre otras razones, prever posibles escenarios de no continuación de los trámites de fusión en caso de informe con juicio negativo del experto.

### 2.3.5. *Fusión transfronteriza*

Cabe plantearse si, en caso de la fusión transfronteriza es aplicable en régimen del artículo 35 LME, pues, a diferencia de países como Italia, no se ha previsto nada al respecto en los artículos 49.2 y 50.1 LME. En el derecho italiano se recoge expresamente en el art. 4.d). leg. N. 108, de 30 de mayo 2008, que la *Merger Leveraged buy-out* no es de aplicación cuando la sociedad participante objeto de control no sea una sociedad italiana. Y el fundamento es una cuestión de soberanías, pues esta regulación manifiesta la ausencia de interés por parte del legislador italiano de proteger a sociedades extranjeras de adquisiciones apalancadas por parte de sociedades nacionales.

No obstante, esto se ha visto como un supuesto que puede ser considerado una barrera a la libertad de establecimiento de las sociedades en el seno de la Unión Europea<sup>51</sup>, y, por tanto, un claro ejemplo de discriminación por razón de la nacionalidad.<sup>52</sup>

---

<sup>50</sup> Véanse en este sentido ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “*Fusión apalancada...*”, *op. cit.*; MINGOT AZNAR, M., “*Contenido y alcance del informe...*”, *op. cit.* p. 214.

<sup>51</sup> En este sentido, el actual artículo 49 TFUE se expresa del siguiente modo: “En el marco de las disposiciones siguientes, quedarán prohibidas las restricciones a la libertad de establecimiento de los nacionales de un Estado miembro en el territorio de otro Estado miembro.

Dicha prohibición se extenderá igualmente a las restricciones relativas a la apertura de agencias, sucursales o filiales por los nacionales de un Estado miembro establecidos en el territorio de otro Estado miembro.

La libertad de establecimiento comprenderá el acceso a las actividades no asalariadas y su ejercicio, así como la constitución y gestión de empresas y, especialmente, de sociedades, tal como se definen en el párrafo segundo del artículo 54, en las condiciones fijadas por la legislación del país de establecimiento para sus propios nacionales, sin perjuicio de las disposiciones del capítulo relativo a los capitales.”

<sup>52</sup> Sobre el tratamiento de la fusión transfronteriza, véase MARTÍ MOYA, V., “El Merger Leveraged Buy-Out o fusión apalancada a la luz de la ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles”, *RDM*, N<sup>o</sup> 276, 2010, p.630.

### 2.3.6. *Relación con el concurso*

Dado que es la sociedad adquirida en primer término la que soporta el gran peso de la deuda asumida por la adquirente, existe un gran perjuicio potencial de las fusiones apalancadas, que es el posible gran deterioro de las condiciones financieras de la sociedad hasta el extremo en el que se puede llegar a alcanzar el riesgo del concurso. Así, si simplemente se diese el caso que la operación que se proyectó no se ajusta a lo presupuestado, o variables exógenas a esta provocan que su curso se altere, la sociedad *target* puede resultar incapaz de generar los flujos necesarios para que sea atendido el pago de la deuda, y por lo tanto su éxito puede quedar comprometido debido a problemas financieros.

Cabe plantearse dos cuestiones respecto a la concurrencia de fusión apalancada y posterior concurso de acreedores: uno es si la fusión podría llegar a poder considerarse como un acto perjudicial para la masa y, por tanto, podría haber la posibilidad de rescindir el contrato; la segunda es respecto a los contratos de financiación y las preferencias pactadas en el marco de la operación, y su compatibilidad con el sistema de prelación de créditos que la Ley Concursal española establece.<sup>53</sup>

En relación a la primera cuestión, en principio no se encuentran motivos para entender que no cabría una acción de rescisión en los términos del artículo 71 LC, en caso de que la fusión hubiese perjudicado a la masa, siempre que se hubiesen cumplido los requisitos. El artículo 47 LME<sup>54</sup> prevé, con motivo de aportar seguridad jurídica, que ninguna fusión puede ser impugnada tras su inscripción siempre que se haya realizado de conformidad con las previsiones de “esta Ley”; quedando a salvo, en su caso, los derechos de los socios y de los terceros al resarcimiento de los daños y perjuicios causados. Esta redacción da a entender que existen ciertos vicios que, de concurrir, sí podrían dar lugar a la sentencia judicial declarativa de la nulidad de la fusión a pesar de su inscripción.

---

<sup>53</sup> En el planteamiento de estas dos cuestiones *vid.* SÁNCHEZ CALERO, J. y FERNÁNDEZ TORRES, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (Oportunidad y acierto del art. 35 LME)”, *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, Universidad Complutense, (2011/38), Abril, 2011, p. 37.

<sup>54</sup> Este precepto tiene como antecedente inmediato el artículo 22 (sobre la nulidad de la fusión inscrita) de la III Directiva sobre fusiones.

No obstante, respecto al perjuicio debido a la fusión apalancada, existen ciertos factores que parecen hacernos pensar que no podría llegar a ser motivo de impugnación del acuerdo. El primero de ellos es la interpretación restrictiva que la doctrina ha realizado de los vicios susceptibles de impugnación, entendiendo que se trata únicamente de aquellos susceptibles de control o filtro de los Registradores. Este argumento, junto a la interpretación literal del artículo 47 LME, nos hace entender que la intención del legislador ha sido la de primar la seguridad jurídica y proveer únicamente la posibilidad de la compensación económica, en caso de sufrir daños en un supuesto de fusión apalancada, con motivo, por ejemplo, de la lesión sufrida derivada de la fijación inadecuada de la relación de canje.<sup>55</sup> Además, analizando el supuesto fáctico, el resultado al que llevaría la aplicación del artículo 71 LC sería tremendamente complejo y crearía una gran inseguridad jurídica, sobre todo en el caso que se declarase la nulidad de toda la operación de LBO, lo que, entre otras cosas, implicaría la necesidad de reactivación y reaparición de una sociedad extinguida en el tráfico.<sup>56</sup>

Por lo tanto, aun entendiendo que cabría en el artículo 71 LC la posibilidad de ejercicio de la acción de rescisión, en el supuesto de perjuicio a la masa en caso de concurso, el resultado sería que esta solución sería infructuosa en cuanto a la complejidad de ejercicio.

En relación a la segunda cuestión, para evitar soluciones no deseadas en cuanto a la jerarquía en la recuperación de las cantidades en caso de concurso, habrá que intentar que el orden previsto en los contratos sea consistente con el orden imperativo de pago que resulte de lo dispuesto en la Ley. Por ejemplo, para evitar que en virtud del artículo 92.5º LC los créditos especialmente relacionados con el deudor se conviertan en el concurso en subordinados<sup>57</sup>, será necesario que se incluyan las previsiones necesarias para evitarlo en los acuerdos de financiación.<sup>58</sup>

---

<sup>55</sup> No es objeto de este trabajo detenerse más en relación a la interesante cuestión de la relación entre la concurrencia del concurso tras la fusión apalancada. Para ahondar en esta cuestión véase SÁNCHEZ CALERO, J. y FERNÁNDEZ TORRES, I. (“Fusiones apalancadas...”), *op. cit.*, en donde se propone, como una buena referencia a seguir en esta cuestión el derecho actual francés entorno a la misma.

<sup>56</sup> Sobre la cuestión de la acción reintegración en el caso de la fusión *vid.* ESCRIBANO., “La reintegración de la masa activa del concurso”, *Estudios sobre la Ley Concursal*, Libor Homenaje a Manuel Olivencia, T. IV, Madrid, 2005, pp. 4042-4043.

<sup>57</sup> Para el concepto de personas “especialmente relacionadas” con el concursado *vid.* Artículo 93 Ley Concursal.

<sup>58</sup> No es objeto de este trabajo detenerse más en relación a la interesante cuestión de la relación entre la concurrencia del concurso tras la fusión apalancada. Para ahondar en esta cuestión *Vid.* SÁNCHEZ

## 2.4. Licitud de las fusiones apalancadas en el artículo 35 LME

Fuera de estas cuestiones puntuales hasta ahora expuestas respecto a la nueva regulación del artículo 35 LME que merecen interpretación ante la falta de claridad legislativa, con la nueva regulación de la LME han surgido nuevas tesis interpretativas en cuanto a la existencia de asistencia financiera en el caso de fusión apalancada. Así, pueden sintetizarse claramente del siguiente modo aquellas que se discuten.<sup>59</sup>

- 1) El artículo 35 de la LME únicamente complementa el régimen general de la prohibición de asistencia financiera de los artículos 143.2 y 150 de la LSC y, por tanto, la fusión apalancada estará prohibida salvo en los casos excepcionales permitidos por ambos artículos. Este supuesto, por tanto, considera totalmente inmerso el supuesto de fusión apalancada en la prohibición general de asistencia financiera y su principal fundamento radica en que lo importante es que la finalidad de la norma de asistencia financiera no es únicamente la protección de socios y acreedores sino también de la propia *target*; por lo tanto el sobreendeudamiento al que sobrevenidamente se va a ver sometida esta sociedad podría dificultar su situación patrimonial y, en este caso, afectaría a sus socios y acreedores, así como al conjunto de sus *stakeholders*.<sup>60</sup> En este sentido, para algunos constituye por una opción de política legislativa a modo de intervención pública en el Derecho de sociedades.
- 2) El artículo 35 de la LME confirma la licitud de la operación de fusión apalancada por no vulnerar en ningún caso la prohibición de asistencia financiera. Este sector fundamenta su postura en el hecho de que en el momento de la adquisición, ni las garantías ni el préstamo vienen directamente de la *target* en el momento de la adquisición, así como en el hecho de que el artículo 35 LME prevé garantías especiales para la protección de accionistas y acreedores.

---

CALERO, J. y FERNÁNDEZ TORRES, I. (“*Fusiones apalancadas...*”), en donde se propone, como una buena referencia a seguir en esta cuestión el derecho actual francés entorno a la misma.

<sup>59</sup> y <sup>60</sup> En relación a la afectación al conjunto de los stakeholders por la insolvencia de la sociedad *target*, véase RONCERO SÁNCHEZ, A., “Fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento del adquirente”, en Rodríguez Artegas, F. (coord); *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, t.I, Pamplona, Aranzadi, 2009, p. 739 y ss.

- 3) El artículo 35 de la LME permite la fusión apalancada como excepción a la prohibición general de asistencia financiera. Nótese la diferencia de este punto con el anterior. En el punto 2 la idea es que se considera que no hay en ningún caso asistencia financiera porque la operación de fusión apalancada por su propia operativa no lo supone en ningún caso; mientras que en este punto 3, no se entra a valorar si en la fusión apalancada existe o no riesgo de asistencia financiera, pero en cualquier caso se entiende que el legislador en el artículo 35 LME ha decidido que no. Lo que es claro es que en ambos supuestos la solución es la misma: la inexistencia total de prohibición de asistencia financiera para ambos casos, y por tanto la consideración de la Forward Merger LBO como la modalidad idónea para implementar los LBO sin vulnerar la prohibición.
- 4) El artículo 35 de la LME obliga a interpretar que en una fusión apalancada habrá o no asistencia financiera prohibida en función de las circunstancias de cada caso. Esta es la postura más prudente y flexibilizadora que promueve la valoración de las circunstancias en cada caso concreto. Para los que se añaden a esta última tesis, las circunstancias que han de darse en cada caso para que se considere lícita la fusión apalancada son los siguientes:
- a) ha de ser previsible y razonable la generación de recursos libres suficientes para repagar la deuda sin alterar el normal funcionamiento de la sociedad *target*, y ello con independencia del elemento finalista o motivación de la fusión
  - b) ha de existir en la operación de fusión apalancada un motivo empresarial, más allá de la mera traslación de la deuda y riesgo de la sociedad adquirente a la sociedad *target*, no existiendo una previsión o planificación de la fusión al tiempo de adquirirse dicha deuda.

Esta última postura presupone que la actual regulación del artículo 35 LME no prejuzga si las fusiones apalancadas constituyen o no un supuesto de asistencia financiera, debiendo proceder por tanto a un análisis del supuesto concreto.<sup>61</sup> En este sentido, se han establecido las distintas razones por las que aun cumpliendo todas las previsiones legales del cauce del art. 35 LME, no se terminan de evitar todos los riesgos

---

<sup>61</sup> En este sentido, *vid.* PALOMERO BENAZERRAF, A. y SANZ BAYÓN, P., “Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas”, *RdACM*, Núm. 3/2013, parte Estudio, BIB 2013/1033.

implícitos al apalancamiento financiero de la sociedad, por lo que no se podrá generalizar la licitud o ilicitud de la asistencia financiera, sino que habrá que estar al caso concreto:

- 1) Si bien los socios, en general, gozan de determinadas garantías en el proceso de fusión, el socio disconforme estará en una posición débil, más débil aún que en el caso de la asistencia financiera simple, es decir cuando no existe una fusión posterior, ya que le será más complicado ejercitar la acción de responsabilidad contra los administradores si prospera el proyecto de fusión. Además, la impugnación del proyecto de fusión tiene unas limitaciones que no se aplican a la de otro tipo de acuerdos.
- 2) Por otra parte, los acreedores también tienen ciertos privilegios de protección. Así, pueden paralizar la operación a través de su derecho de oposición hasta que obtengan una garantía bancaria. Sin embargo, en la práctica, este derecho es bastante restringido, ya que, por una parte, para que el derecho verdaderamente exista, el crédito debe ser anterior a la publicación del proyecto, y además, debido al breve plazo que otorga la ley para su ejercicio sumado al desconocimiento de su posibilidad de ejecución, su realización deviene difícil. Sin olvidar que, un proveedor tendrá fuertes restricciones de facto para ejecutarlo, pues de hacerlo, es probable que pierda su relación contractual con el cliente.
- 3) Por último, es importante tener en cuenta a la hora de interpretar la finalidad de la norma, que el procedimiento de fusión no contempla los riesgos de solvencia y liquidez de que la fusión apalancada tiene sobre la empresa target. En este sentido, aunque será expuesto con mayor detenimiento más adelante, entendemos que sería oportuno que se establecieran ciertos límites que dificultasen la realización de las operaciones con mayor riesgo de generar una situación de insolvencia de la sociedad, fijando unos determinados niveles máximos de endeudamiento, con vistas a intentar asegurar la viabilidad de la operación y la pervivencia de la sociedad durante un determinado período posterior a la operación. Y es que, si la operación proyectada no se ajustara a las previsiones del proyecto sobre las que se calculó el retorno de la deuda, o se alteraran las condiciones del mercado sobre las que se planificó la fusión apalancada, los activos de la *target* integrados en la sociedad resultante podrían

ser incapaces de generar los flujos de caja necesarios para atender la devolución de la deuda, lo cual implicaría no descartar la posibilidad de concurso<sup>62</sup>.

Lo que sí es evidente, es que aun posicionándonos en el supuesto más restrictivo, en cuanto sólo se permitiría la fusión apalancada prevista en los supuestos excepcionales de los artículos 143.2 y 150 LSC y el nuevo 35 LME, en todo caso los intereses, por el mero hecho de estar circunscritos a un procedimiento como es el previsto hoy en la LME para la fusión, están mucho más protegidos. Por una parte, los socios tendrán información acerca del tipo de canje aplicado, existen a su favor deberes de información que pesan sobre la administración, así como los procedimientos de impugnación del acuerdo. Por otra, porque los acreedores poseen un mecanismo para oponerse en caso de que sus intereses se vieran perjudicados en virtud del artículo 44 LME. De este modo, ambos grupos poseen los medios adecuados para salvaguardar sus intereses y quedar protegidos frente a muchos de los potenciales riesgos.

En todo caso, el informe del experto en ningún caso será totalmente determinante, pues en caso de que se impugne la operación, este será revisable en sede judicial con ayuda de un perito. Es por tanto un control a posteriori lo que se da y supone por tanto una gran inseguridad jurídica. Además, como es evidente, la emisión de este informe por el experto, no garantiza en ningún caso que no se vaya a realizar una operación que pueda comprometer la solvencia de la *target*<sup>63</sup>, sólo hace falta fijarse en el fracaso generalizado de las fusiones de los últimos años.

---

<sup>62</sup> Respecto a esta cuestión *vid.* SÁNCHEZ CALERO, J. y FERNÁNDEZ TORRES, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (Oportunidad y acierto del art. 35 LME)”, *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, Universidad Complutense, (2011/38), Abril, 2011; BEIGVEDER MONTERO, A., “Fusión apalancada, rescisión concursal y proyecto de ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles”, *RDCP: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, núm. 10, 2009, pp. 361-367.

<sup>63</sup> Véase RONCERO SÁNCHEZ, A. “Ámbito de la exigencia del informe de expertos independientes en caso de fusiones posteriores a adquisiciones apalancadas”, *RDS*, núm. 35, 2010, pp. 257-265.

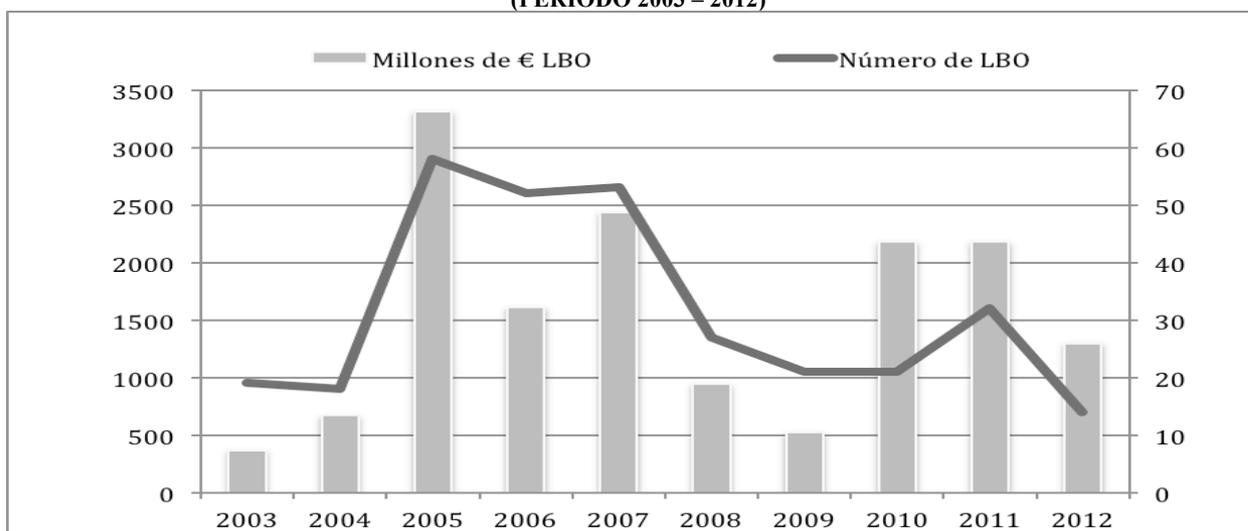
### 3.- REGULACIÓN VIGENTE EN EL CONTEXTO ACTUAL

#### 3.1. Contexto

La crisis económica ha afectado en enorme medida a las operaciones de LBO. En años previos la actual situación de restricción crediticia, eran frecuentes las operaciones de compraventa con apalancamientos superiores al 90%; ahora difícilmente superan el 50%. Las estadísticas muestran que el volumen de transacciones ha caído más de un 70% en el mundo en 2008. En 2009 se recoge que en un tercio de estas operaciones, se produjo un incumplimiento de los *covenants* y que, en el año 2008 casi el 35% de estas operaciones de financiación se dio un incumplimiento.<sup>64</sup> Además, no sólo se realizan muchas menos operaciones, sino que las empresas compradas, que en su momento estaban sobrevaloradas, ahora se venden con dificultad. Todo ello genera graves dificultades para la devolución del préstamo, situando a las entidades financieras afectadas en una situación muy delicada.

En el siguiente gráfico observamos la evolución de los LBO en España, en el periodo comprendido entre 2003 y 2012, tanto en función de su importe (millones de euros) como en función del número de operaciones llevadas a cabo.

#### EVOLUCIÓN OPERACIONES DE LBO POR SU IMPORTE (millones €) Y SU NÚMERO <sup>65</sup> (PERIODO 2003 – 2012)



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos de ASCRI/webcapitalriesgo.

<sup>64</sup> Vid. TROCHU. “Les LBO face à la crise”, *RDAI/IBLJ*, núm. 4., p. 331 y ss.

<sup>65</sup> No existen bases de datos oficiales en las que se recoja una relación del número de operaciones de MLBO (compras apalancadas seguidas de fusión). No obstante, los datos que reflejamos son una muy buena referencia en relación a la estimación de una idea de operaciones de fusión apalancada que se llevan a cabo, pues es manifiesto, que el modo más frecuente de LBO en el mercado, es aquel que se sigue de fusión.

Como se observa en el gráfico, entre 2003 y 2005 el número de LBO, así como su importe, se ha incrementado, siendo muy notable su crecimiento en el año 2005. Así, en este año observamos 58 operaciones de LBO que han movido 3.317,20 millones de euros, frente a las 18 operaciones de un total de 671,8 millones de euros en 2004. A partir de 2005 y hasta 2009, con excepción del repunte de 2007, que ha sido el periodo más acusado por la crisis, la tendencia ha sido descendente en el número, y también del importe de operaciones de LBO, llegando en 2009 a niveles inferiores a 2004. Respecto al repunte del año 2007, cabe destacar que pese a que únicamente se incremento en una unidad el número de operaciones (53 en 2007, frente a 52 en 2006), el importe se incrementó en un 50,73% (1.615,70 a 2.435,30 de 2006 a 2007, respectivamente).

En el año 2010, año en el que comenzaron a mostrarse las primeras esperanzas de mejora en la economía, el número de LBOs se mantuvo en 21 (al igual que en 2009), sin embargo el importe del conjunto de las operaciones pasó de 521,90 millones a 2.185,40 millones de euros (suponiendo un incremento del 318,74%) por lo que nos encontramos en 2010, en términos generales, con operaciones que suponen una mayor cuantía.

El año 2011 nos encontramos con la tendencia contraria a 2010, el importe que supusieron las LBO en este ejercicio fue muy similar al de 2010, sin embargo el número de operaciones se incrementó de 21 a 32 operaciones (en un 52,38%). Por lo tanto, el resultado ha sido un mayor número de operaciones, pero, en términos medios, de menor importe cada una.

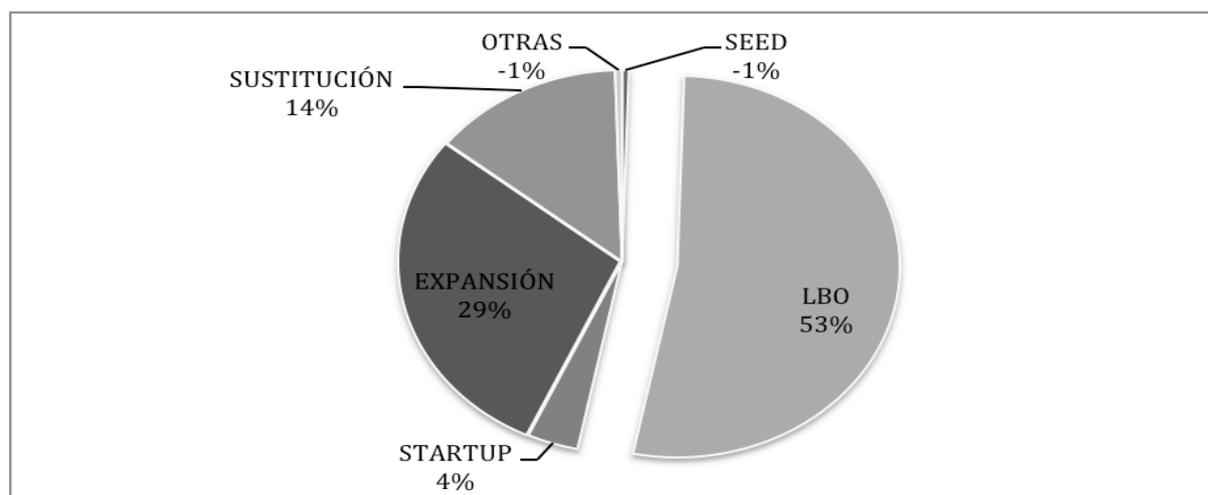
Por último, el mal ejercicio que sufrió el capital riesgo en España en el año 2012 se ha visto reflejado en las cifras de LBO. Así el número de operaciones se redujo a menos de la mitad respecto al ejercicio anterior (14 LBOs) y el importe se situó en 1.302,10.

Por otra parte, en el siguiente gráfico podemos observar el peso de las operaciones de compras apalancadas (LBO) en operaciones de capital, en relación a inversiones en otras fases de desarrollo por este tipo de entidades en el año 2012: <sup>66</sup>

---

<sup>66</sup> Los datos de 2013 a fecha de marzo de 2014 todavía no han sido publicados por ASCRI, únicamente contamos con unas previsiones generales de los resultados del periodo.

### INVERSIÓN POR FASE DE DESARROLLO (2012)



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos de ASCRI/webcapitalriesgo.

El porcentaje de inversión en LBO siempre ha sido el de mayor peso a lo largo de los años, frente a otras fases de inversión como la de *Seed*<sup>67</sup>, *Startup*, sustitución o expansión, siendo esta la segunda en jerarquía. En el año 2012, como se observa en el gráfico, las LBO han supuesto más de la mitad de las inversiones clasificadas por su fase de desarrollo (53%).

A nivel internacional, las operaciones de LBO representan en torno a un 25%-30% del total de fusiones y adquisiciones que tienen lugar a nivel mundial. Como referencia, en el año 2006, antes de la crisis, la distribución geográfica del volumen total de estas operaciones (considerando la nacionalidad de las empresas objetivo –*sociedad target*–) fue de forma aproximada la siguiente: 48% en Estados Unidos, 35% en la UE, y en Australia y países asiáticos del 8%.<sup>68</sup>

Aunque los datos de capital riesgo en España para 2013 aún no están publicados, las estimaciones realizadas en relación a la tendencia seguida por el conjunto operaciones de capital riesgo, apuntan a que en este año termina con un repunte global de la

<sup>67</sup> El término *seed* hace referencia a una muy temprana inversión que se realiza con el objetivo de mantener el negocio cuando este no es capaz de generar *cash* por sí mismo o hasta que está listo para más inversiones.

<sup>68</sup> Para un mejor estudio *vid.* MANZANO, M.C. “La evolución de las operaciones de leveraged buyout y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera”, BE, *Estabilidad Financiera*, núm. 13.

actividad de capital riesgo que se está dando en el último trimestre del ejercicio, aunque este cambio todavía no se verá reflejado en las estadísticas del año.<sup>69</sup>

Tras cinco años de crisis, aunque en el año 2013 el nivel de inversión sigue siendo bajo, se destaca en el segundo semestre del año, un cambio de tendencia. De hecho, varias operaciones se encontraban en fase avanzada de cierre o de negocio en estas últimas fechas del 2013.<sup>70</sup> No obstante, estamos aún lejos de los niveles de actividad pre-crisis en términos globales de operaciones de capital riesgo.

Respecto a 2014, las previsiones a nivel económico general dicen que será el primer año de una recuperación lenta pero progresiva, que se consolidará sobre todo en 2015 y 2016. Así, para el Capital Riesgo, los años 2014 a 2016 se auguran como años muy positivos, aunque el primer paso para ello es que el crédito se recupere. España se encuentra en estos momentos en el punto de mira para el inversor extranjero y, previsiblemente, esta seguirá siendo la tónica del 2014 y 2015.<sup>71</sup>

### **3.2. De *lege ferenda*: las fusiones apalancadas en España**

La “liberalización” de las operaciones de fusión apalancada de la “restricción” de la asistencia financiera, tiene sus pros y sus contras en una economía de mercado.

Por una parte las ventajas de este tipo de operaciones son relevantes para los operadores del mercado que les permite, con una inversión reducida, tomar el control de una empresa de gran dimensión, facilitándose los procesos de concentración; por otra parte, es lógico que como regla general se recurra a esta estructura, pues en términos generales, cuanto mayor es el porcentaje de financiación externa sobre los fondos propios aportados, mayor será la rentabilidad del inversor (para la empresa de capital riesgo o *private equity*, en su caso, supone multiplicar exponencialmente los beneficios sobre el capital invertido). Al mismo tiempo, supone un ahorro fiscal para el comprador al deducirse como gasto, tanto los intereses del préstamo, como la amortización del fondo de comercio que se pone de manifiesto.

---

<sup>69</sup> y <sup>74</sup> Vid. ASCRI, *Estimación Cifras Año 2013*. Puede consultarse en: [http://www.ascricri.org/info\\_sector.php?seccion=3&subseccion=2](http://www.ascricri.org/info_sector.php?seccion=3&subseccion=2)

La fusión que sigue a la compra, añade además otros beneficios: los financiadores de la LBO (generalmente serán entidades bancarias) pasan a tener directamente garantía sobre los activos de la empresa comprada.

Por último, desde una óptica más general, favorece de alguna manera a la economía en su conjunto al facilitar las reorganizaciones empresariales y como vía de solución a los problemas de sucesión empresarial. Al aumentar las ofertas posibles por una empresa, permitirá generar más valor para el accionista de la adquirida, y el endeudamiento que recae sobre la sociedad impondrá una mayor disciplina de gestión en empresas antes sobrecapitalizadas. Existe también abundante literatura sobre el cómo pasar de una sociedad cotizada a una sociedad en poder de una empresa de *private equity*, permite unificar los intereses de la propiedad y la gestión, reduciendo costes y mejorando la gestión.<sup>72</sup>

En un contexto actual donde, como se ha comentado en el punto anterior, España vuelve a estar en el punto de mira para el inversor extranjero y los principales bancos de inversión empiezan a incluirla entre sus recomendaciones de inversión, legalmente lo mejor que España puede hacer es proveer un entorno jurídico favorable para la inversión, y ello supone el dotar un marco que provea la máxima seguridad jurídica y por tanto certeza y confianza para los inversores, lo que hará que disminuyan sus riesgos de inversión. Y es que en el caso particular de fusión apalancada, a pesar de la trascendencia de estas operaciones, tanto por número como por importe, siempre ha habido incertidumbre sobre la existencia o no de asistencia financiera en las *Forward Merger LBO*.

Ahora bien, debemos tener en cuenta el contexto de crisis financiera y social actual, en el que son múltiples variables y factores los que hay que tener en cuenta. El beneficioso sobreendeudamiento financieramente hablando, sumado a la frecuencia de estas operaciones, junto a la frecuencia de su fracaso, hace que no puedan dejar de ser miradas con recelo por el legislador. Es inevitable no pensar en la crisis actual al hablar de compras y fusiones apalancadas. Y este no es un simple pensamiento personal, sino que en torno a la cuestión asistencia financiera - problema de sobreendeudamiento, ha

---

<sup>72</sup> Vid. SAN de 23 de diciembre de 2010. Sala de lo Contencioso (Sección 2).

girado la principal discusión parlamentaria en el proyecto de la LME sostenida por los dos grupos mayoritarios.<sup>73</sup>

En efecto, esta relación no es más que consecuencia de la teoría ya expuesta por el economista Hyman Misky que sostiene que el sistema financiero tiende al desequilibrio. En este contexto, las fusiones apalancadas constituyen una pieza más que impulsa la aceleración en los momentos de expansión, y la creación de “una burbuja”. Para el caso de las operaciones apalancadas, la problemática concreta viene dada por que en el momento en el que la burbuja estalla, no sólo cae precipitadamente el valor de las empresas, sino que las lleva al concurso en cuanto la coyuntura es menos favorable al haberse debilitado de manera importante la solvencia de la sociedad al asumir como deuda el precio de su compra.

Hemos visto cómo en los años inmediatamente anteriores a la crisis, estaban al orden del día operaciones por las cuales pequeñas empresas compraban a crédito otras mucho más grandes o participaciones mayoritarias en las primeras sociedades españolas. Y es que ¿es casualidad que el volumen mundial de las operaciones de LBO entre 2006 y 2007 fue de 1,4 billones de dólares (lo que supone un tercio del importe total de los LBOS desde que se conoce la figura)?, ¿o que de los diez LBOS más grandes de la historia, 9 se ejecutaron en esos dos años previos a la crisis? ¿no es un dato revelador que en los años 1987 y 1988 se dio un frenesí similar y que estudios demuestren que, un tercio de las operaciones apalancadas que se llevaron a cabo terminasen en concurso o reestructuraciones?... ¿es simplemente un viejo “chiste” o es el reflejo de una realidad que la traducción alternativa de las siglas LBO no corresponden a *Leveraged Buy Out* sino a *Large Bankruptcy Opportunity* (“Gran Oportunidad de Quiebra”)?...

Teniendo todo lo anterior en cuenta, pros y contras, de la existencia de compras y fusiones apalancadas en nuestro marco económico, podemos concluir que, una regulación totalmente restrictiva de la fusión apalancada vía prohibición de asistencia financiera no será una buena medida económica por suponer cierto desincentivo y una restricción al crecimiento económico; pero tampoco lo será una total permisibilidad de

---

<sup>73</sup> Puede consultarse la discusión parlamentaria en: [http://www.congreso.es/portal/page/portal/Congreso/Congreso/Intervenciones?\\_piref73\\_1335415\\_73\\_1335414\\_1335414.next\\_page=/wc/servidorCGI&CMD=VERLST&BASE=IWS9&FMT=INTTXLWS\\_fmt&DOCS=126&DOCORDER=FIFO&OPDEF=Y&QUERY=%28LEY+MODIFICACIONES+ESTRUCTURALES%29.ALL](http://www.congreso.es/portal/page/portal/Congreso/Congreso/Intervenciones?_piref73_1335415_73_1335414_1335414.next_page=/wc/servidorCGI&CMD=VERLST&BASE=IWS9&FMT=INTTXLWS_fmt&DOCS=126&DOCORDER=FIFO&OPDEF=Y&QUERY=%28LEY+MODIFICACIONES+ESTRUCTURALES%29.ALL).

este tipo de operaciones, dados los riesgos financieros aparejados, y que la crisis nos ha mostrado cuales pueden llegar a ser sus consecuencias. Pero lo que, en cualquier caso tampoco es favorable es la inseguridad jurídica, que por una parte ahuyenta la inversión, y por otra restringe estas operaciones por el hecho de la incertidumbre, por no conocerse la verdadera voluntad del legislador, en caso de que esta fuese una concreta y determinada.

Por tanto, lo que se hace urgente y deseable es una reforma jurídica o una correcta interpretación consolidada de la regulación que aclare la cuestión. Para ello ha de tenerse en cuenta, por una parte, la situación de crisis que acabamos de atravesar y los hechos analizados en ella, y por otra la situación económico-financiera actual y los nuevos incentivos para la inversión que se están generando en España, tras estos años de sequía.

En cuanto a la decisión a tomar, hay autores que inciden en que esta reforma debe enfocarse en una aclaración, en la línea de poder considerarse la fusión apalancada exenta de cualquier riesgo jurídico<sup>74</sup>.

Otros, sin contradecir su licitud, consideran que más que una nueva regulación, lo que aquí se hace necesaria es una correcta interpretación del artículo 35, acorde con su naturaleza y finalidad sin dejarlo vacío de contenido; debiendo entenderse que el precepto es aplicable a todo tipo de fusiones apalancadas, pero no trata de impedir las, sino de favorecer un más cuidadoso diseño de la operación por el especial riesgo que estas han demostrado implicar, siendo por lo tanto bajo este entendimiento, plenamente justificada la regulación establecida. Sin salirse de las previsiones garantistas del precepto, se argumenta que la nueva regulación del artículo 35 LME debe interpretarse una intención del legislador de flexibilizar la permisibilidad de estas operaciones de manera que menos estorben a ese tráfico señalando dos motivos principalmente: i) porque antes de la introducción del artículo 35 LME este tipo de fusiones eran admitidos en la práctica por la mayoría de la doctrina y por la poca jurisprudencia existente acerca de la cuestión en España y ii) porque debe presumírsele un mínimo de

---

<sup>74</sup> En esta opinión, véase por todos VIVES RUIZ, F. y TAPIAS MONNÉ, A., “La Ley de Modificaciones Estructurales. Una norma técnicamente fallida”, *InDret* (4/2013), *RAD*, Barcelona, Octubre, 2013.

coherencia al legislador, por lo que al establecer requisitos especiales, implícitamente está admitiendo la licitud de la fusión apalancada.<sup>75</sup>

Por otro lado, minoritaria pero existente, es la doctrina que defiende que las adquisiciones apalancadas seguidas de fusión, así como aquellas en las que el medio que empleen los adquirentes para rembolsar su deuda sea el dinero que obtengan de la *target* a través de la lícita distribución de dividendos, no podrán ser lícitas en ningún caso.<sup>76</sup>

En mi opinión, el aspecto fundamental pasa por valorar que en este tipo de operaciones, no sólo recaen riesgos sobre los socios o acreedores, sino sobre la sociedad *target* que, en caso de no poder hacer frente a la financiación, caerá en insolvencia y probablemente en concurso de acreedores, y por tanto se pondrá en riesgo no sólo la sociedad adquirida, sino el conjunto de sus *stakeholders*.

En este sentido, se han expuesto algunos cauces para implementar un LBO de forma lícita, cumpliendo con las garantías que nos permitirían mitigar los riesgos sobre la sociedad *target*. Estos son<sup>77</sup>: a) estímulo a la fusión de las sociedades implicadas; b) reembolso de la deuda de adquisición con cargo a recursos de libre distribución (dividendos y reservas disponibles); c) reembolso de la deuda de adquisición vía reducción en la sociedad *target* de su capital social en la modalidad de devolución de aportaciones (independientemente de que la restitución se efectúa con la entrega de una cantidad de dinero equivalente al valor nominal de las acciones afectadas o “*in natura*”), mediante la subrogación -por el importe de la reducción- de la sociedad *target* en dicha deuda.

Estos criterios suponen una forma de evitar que la asistencia financiera prestada pueda afectar a los fondos propios, y poner en riesgo la solvencia de la sociedad. En este aspecto, la regla tercera del artículo 35 LME debe ser interpretada en el sentido de que el experto sólo pueda emitir un juicio sobre la existencia de asistencia financiera, entendida ésta, en su significación de apoyo económico o de vinculación del flujo de

---

<sup>75</sup> Puede verse en este sentido, ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S. “Fusión apalancada y asistencia financiera: el art. 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales”, *AAMN*, Tomo 50, 2010 (Ejemplar dedicado a: Curso 2009/2010), pp. 119-156.

<sup>76</sup> Véase FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, C., “La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones como obstáculo a ciertas compras apalancadas de empresas o leveraged buyout”, *RDM*, núm. 232, 1999, pp. 630 y ss.

<sup>77</sup> En este sentido, véase LÓPEZ ANTÓN, J. y HERRERO MAZARÍO, C., “Cambios e incertidumbre para el “leverage” en España”, *RECR*, (núm. 4/2008), p. 29 y ss.

caja recurrente del negocio adquirido, al reembolso de la deuda. Ciertamente es que, en sentido financiero o económico, en las estructuras de tipo LBO siempre va a existir asistencia financiera sobrevenida, porque el patrimonio de la sociedad adquirida viene a constituir fuente de reembolso de la deuda de adquisición. Pero lo relevante es que, tales flujos de caja sean suficientes para garantizar la solvencia frente al sobreendeudamiento asumido, sin vaciar patrimonialmente a la resultante, ni menoscabar la realización de su objeto social.

Por lo tanto, en nuestra opinión, la solución más equilibrada que tiene en cuenta el contexto económico actual, recae en una reinterpretación (aunque mayor seguridad jurídica proveería una reforma más explícita al respecto) en la que se especifique que, cuando el artículo 35.3 LME expresa, que 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, este último inciso sobre la “asistencia financiera” deba necesariamente ser interpretado en términos financieros, pues este es el objeto del experto. Los criterios financieros a valorar deben ser lo suficientemente flexibles como para poder atender al caso concreto, y lo suficientemente objetivos como para poder proveer la suficiente seguridad jurídica que se reclama. En atención a esto, una buena guía sería una aproximación más fiel a los criterios del artículo 23 de la Segunda Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, ya expuestos.

#### 4.- CONCLUSIONES

##### *En relación a la interpretación que debe darse al artículo 35 LME*

###### **PRIMERA.- De la intención del legislador:**

Del seguimiento del procedimiento parlamentario se induce una intención del legislador de flexibilizar el régimen de la asistencia financiera en el caso de la fusión apalancada. Sin embargo, tras las numerosas enmiendas que recibió en Proyecto de Ley, la redacción definitiva del artículo 35 LME alberga grandes dudas en su interpretación, incluyendo la relativa a la valoración que debe de hacerse respecto a la asistencia financiera en este tipo de operaciones.

###### **SEGUNDA.- De la doctrina mayoritaria:**

La doctrina mayoritaria se posiciona entendiendo que el artículo 35 de la LME obliga a interpretar que en una fusión apalancada habrá o no asistencia financiera prohibida en función de las circunstancias de cada caso. Las circunstancias que han de darse en cada supuesto para que se considere lícita la fusión apalancada son: que sea previsible y razonable la generación de recursos libres suficientes para repagar la deuda sin alterar el normal funcionamiento de la sociedad *target*, y que exista un motivo empresarial más allá de la mera traslación de la deuda y riesgo de la sociedad adquirente a la sociedad *target*.

*En relación a las cuestiones abiertas necesitadas de interpretación que deja el artículo 35 LME*

**TERCERA.- Del ámbito objetivo de aplicación:**

Aunque en principio el precepto tiene la intención de abarcar tanto la adquisición del control de sociedades como la adquisición de sus activos, el entender incluido estos últimos, ya sean activos esenciales o no, carece de sentido técnico y podría emplearse como una herramienta para el fraude de ley.

**CUARTA.- Del ámbito subjetivo de aplicación:**

La regulación del artículo 35 LME es aplicable a las fusiones tanto si en ellas intervienen o no sociedades de capital y tanto si la fusión es “normal” o inversa. Ello se debe a la interpretación finalista que debe darse al precepto, así como a la ausencia de distinción de la ley en estos supuestos.

En cuanto a su aplicabilidad al supuesto de las fusiones especiales, debe considerarse que, dado el carácter de norma especial incluso, con prioridad a las normas que regulan las fusiones especiales, el informe de experto independiente ha de emitirse en cualquier operación de fusión apalancada, sin excepción alguna.

Por último, cabe plantearse si el régimen especial del artículo 35 es de aplicación a la escisión y a la cesión global. La escisión, en cuanto la LME prevé que se regirá, salvo las correspondientes salvedades, por las leyes de la fusión, parece no haber duda de que también se incluirá entre los presupuestos de hecho del artículo 35 LME. Sin embargo, en la cesión global, sorprendentemente, no se da esta remisión, pero en cuanto doctrinalmente ha sido considerado un supuesto de vacío legal, no se entiende que la intención del legislador sea el haber dejado conscientemente fuera del ámbito del artículo 35 la cesión global.

#### **QUINTA.- Del endeudamiento:**

El plazo de tres años de contracción de la deuda que regula el precepto debe entenderse contado desde la formulación del proyecto de fusión.

El concepto de “control” debe entenderse en sentido amplio, en los términos del artículo 42 del Código de Comercio.

Aunque la ley no lo dice expresamente, debe entenderse que la deuda ha de estar pendiente de pago en el momento de la fusión.

También debería constituir presupuesto de hecho aplicable el caso de que el préstamo proceda de la matriz de la adquirente, ya que la solvencia de la sociedad resultante también puede verse comprometida aunque el prestatario pertenezca al grupo.

#### **SEXTA.- El informe del experto independiente:**

El informe del experto independiente ha de resultar en un juicio expresado en un plan económico financiero, lo que implica realizar un pronunciamiento sobre la razonabilidad de la operación, constituyendo un juicio sobre la posibilidad real de pago según las condiciones pactadas valorando que esta se pueda llevar a cabo sin perjudicar ni menoscabar la actividad ordinaria o las inversiones productivas, una vez atendidos los gastos operativos; y, en segundo lugar, analizando si los recursos previstos por los administradores a tal efecto, son suficientes para hacer frente a la deuda financiera.

En cuanto al pronunciamiento acerca de la existencia de asistencia financiera, esta ha de interpretarse en un sentido meramente económico y en ningún caso debe interpretarse en unos términos que prohíban en todo caso las fusiones apalancadas, por lo tanto, este juicio debe entenderse unido al juicio previo de razonabilidad financiera que haga el experto sobre la operación.

En cuanto a los efectos de un posible pronunciamiento negativo entendemos que, aunque *de iure* este no impida la inscripción y los efectos de la fusión, *de facto*, seguramente la fusión no prospere ya que, en caso de que la sociedad resultante no pudiera hacer frente a la deuda de adquisición, los administradores se estarían arriesgando a la correspondiente responsabilidad.

#### **SÉPTIMA.- De la fusión transfronteriza:**

En la legislación italiana la cuestión está clara, pues se prevé que para el caso de fusión apalancada transfronteriza, no será de aplicación la regulación de la *Forward Merger LBO*. No obstante, en España la cuestión no está clara, y mientras la *ratio legis* del precepto italiano es la carencia de interés en proteger a sociedades extranjeras de adquisiciones apalancadas por parte de sociedades nacionales. También hay que tener en cuenta la problemática que este supuesto puede conllevar en relación a las barreras a la libertad de establecimiento de las sociedades en el seno de la Unión Europea.

#### **OCTAVA.- De la relación con el concurso:**

La fusión sí puede considerarse como un acto perjudicial contra la masa (siempre y cuando cumpla los requisitos) y, por tanto, rescindible en virtud del artículo 71 LC. Sin embargo, la posibilidad práctica de ejercicio de la acción de rescisión sería infructuosa en cuanto a la complejidad de su ejercicio.

Por otra parte, para evitar soluciones no deseadas en cuanto a la jerarquía en la recuperación de las cantidades en caso de concurso habrá que intentar que el orden previsto en los contratos sea consistente con el orden imperativo de pago que resulte de lo dispuesto en la Ley.

#### ***De lege ferenda***

#### **NOVENA.- De *lege ferenda*:**

Nos encontramos en un contexto en el que hemos debido aprender las consecuencias de ciertos usos tras estos años de crisis, y al mismo tiempo, en un momento en el que se hace necesario volver a incentivar y a hacer resurgir la economía. Así, la solución más equilibrada que tiene en cuenta el contexto económico actual y al mismo tiempo provee de la necesaria seguridad jurídica, es una reforma en la que se especifique que cuando el artículo 35.3 LME expresa que el informe de los expertos debe pronunciarse acerca de

la existencia de asistencia financiera, esto deba necesariamente ser interpretado en términos financieros.

El problema viene dado por el hecho de que el artículo 35 LME no ha concretado cuáles son los recursos que deben ser medidos, cómo se calculan y cuál es su origen. Por lo tanto deberían especificarse los criterios financieros a valorar, que deben ser lo suficientemente flexibles como para poder atender al caso concreto, y lo suficientemente objetivos como para poder proveer la suficiente seguridad jurídica que se reclama.

En atención a esto, una buena guía sería una aproximación más fiel a los criterios del artículo 23 de la Segunda Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976.

## 5.- BIBLIOGRAFÍA Y DOCUMENTACIÓN

- ALFARO AGUILERA-REAL, J. Texto disponible en: <http://derechomercantilespana.blogspot.com.es/2013/01/el-supremo-no-concretas.html>
  
- ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S. “Fusión apalancada y asistencia financiera: el art. 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales”. *Anales de la Academia Matritense del Notariado*, Tomo 50, 2010 (Ejemplar dedicado a: Curso 2009/2010).
  
- ASCRI. *Estimación Cifras Año 2013*: [http://www.ascr.org/info\\_sector.php?seccion=3&subseccion=2](http://www.ascr.org/info_sector.php?seccion=3&subseccion=2)
  
- ASCRI. Informe de actividad Capital Riesgo en España (Venture Capital & Private Equity activity un Spain). 2013. Puede consultarse en: [http://www.ascr.org/upload/publicaciones/INFORME\\_ASCRI\\_2013.pdf](http://www.ascr.org/upload/publicaciones/INFORME_ASCRI_2013.pdf)
  
- AURIOLES MARTÍN, A. “Leveraged buyout y su integración en el derecho español de sociedades anónimas”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 51, 1993.
  
- BEIGVEDER MONTERO, A. “Fusión apalancada, rescisión concursal y proyecto de ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.” *Revista de derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, Nº 10, 2009, pp. 361-367.
  
- BERMEJO VERA, J. “Asistencia financiera: una normativa insostenible.” *Consejeros: la revista del buen gobierno y la responsabilidad corporativa*, Nº. 24 (enero), 2008, pp. 12-13.

- CARRETERO PIRES, A. “Prohibición de asistencia financiera: concepto y aplicación a operaciones de adquisición apalancadas”. *Anuario Facultad de Derecho de la Universidad de Alcalá I*, 2008, pp. 409-433.
  
- CORRAL, M.L. “Las claves del proceso de fusión: aspectos legales y fiscales”. *Estrategia financiera*, Nº 235, 2007, pp. 16-23.
  
- ERLAIZ COTELO, Í. “La asistencia financiera y los LBOs: tratamiento práctico para un viejo debate”. *Revista española de capital riesgo*, Nº. 1, 2007, pp. 73-80.
  
- ESCRIBANO. “La reintegración de la masa activa del concurso”. *Estudios sobre la Ley Concursal*. Libro Homenaje a Manuel Olivencia, T. IV, Madrid, 2005.
  
- FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, C., “La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones como obstáculo a ciertas compras apalancadas de empresas o leveraged buyout”, *Revista de Derecho Mercantil*, nº 232, 1999, pp. 630 y ss.
  
- FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, M.C. “En torno a los negocios de asistencia financiera para la adquisición de participaciones propias: Private company versus sociedad de responsabilidad limitada”. *Revista de derecho mercantil*, Nº 219, 1996, pp. 185-210.
  
- FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, M.C. “La asistencia financiera para la adquisición de las propias participaciones: estudio comparativo de la disciplina vigente en España y en el Reino Unido”. *Revista de gestión pública y privada*, Nº 1, 1996, pp. 39-56.
  
- GARCÍA ESTÉVEZ, P. *Fusiones comentadas: análisis de las fusiones más importantes de los últimos años*. Madrid : Prentice Hall, Financial Times, 2006.
  
- GIMENO RIBES, M. “Fraude fiscal y fraude mercantil en el merger leveraged buyout”. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm 130/2013, parte Art. Doctrinal. Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Madrid, 2013.

- GONZÁLEZ-MENESES, M. “La Ley 3/2009, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, y el retroceso del derecho civil”. *El Notario Del Siglo XXI* - Enero-Febrero 2014/ N° 53. Puede consultarse en: <http://www.elnotario.es/index.php/109-hemeroteca/revistas/revista-30/1244-la-ley-3-2009-sobre-modificaciones-estructurales-de-las-sociedades-mercantiles-y-el-retroceso-del-derecho-civil-0-9835782879810578>

- HARDING, DAVID P.; RIGBY, DARRELL. K. *Fusiones y adquisiciones en épocas de crisis*. Harvard Deusto Finanzas y Contabilidad, N°. 92, 2009, pp. 24-30.

- HIDALGO ROMERO, R. Y MOYA YOLDI, J. “Consideraciones sobre la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias a la luz de la tramitación parlamentaria del proyecto de ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles”. *Revista Aranzadi Doctrinal*, núm. 1/2009 parte Estudio.

- IBORRA JUAN, M. “Las fusiones y adquisiciones como proceso”. *Dirección y organización: Revista de dirección, organización y administración de empresas*, N° 18, 1997, pp, 78-79.

- LÓPEZ ANTÓN, J. y HERRERO MAZARÍO, C. “Cambios e incertidumbre para el “leverage” en España”. *Revista Española de Capital Riesgo* (n°4/2008), pp. 29 y ss.

- LÓPEZ MATEO, M.A. “Asistencia Financiera: análisis y crítica del Derecho vigente”, L3/2009 (I), *RDM*, núm. 272, 2009.

- MANZANO, M.C. “La evolución de las operaciones de leveraged buy out y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera”. *Revista de Estabilidad Financiera*, Banco de España (2007), N° 13, pp. 35-52.

- MARTÍ MOYA, V. “El Merger Leveraged Buy-Out o fusión apalancada a la luz de la ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles”. *Revista de derecho mercantil*, núm. 276, 2010.

- MARTÍN MOYA, V. “Apuntes sobre el régimen de la fusión en la reforma del Derecho de sociedades en Italia”, *Revista de derecho mercantil*, núm. 251, 2004, pp. 312 a 316.

- MINGOT AZNAR, M. “Contenido y alcance del informe del experto independiente en las fusiones apalancadas del art. 35 LME”. *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 35, 2010, pp. 257-265.

- MÍNGUEZ PRIETO, R. *Las Estructuras de Financiación de las operaciones de Capital Riesgo: Análisis Legal en un Contexto de Crisis Económica y Crediticia*. En *El Capital Riesgo; su operativa*, Capítulo X. Noviembre, 2012.

- MOSS KANTER, R. *Fusiones que resultan*. *Harvard Business Review*, , Vol. 87, núm. 10, 2009, pp. 106-110.

- PALOMERO BENAZERRAF, A. y SANZ BAYÓN, P. “Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas”. *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil*, núm. 3/2013, parte Estudio. BIB 2013/1033.

- PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C. y PERDICES HUERTOS, A. “Los negocios sobre las propias acciones” en URÍA, R., MENÉNDEZ, A. y OLIVENCIA, M. (dirs.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, tomo IV, volumen 2º B, Ed. Cívitas, 2003.

- RONCERO SÁNCHEZ, A. “Ámbito de la exigencia del informe de expertos independientes en caso de fusiones posteriores a adquisiciones apalancadas”. *Revista de derecho de sociedades*, núm. 35, 2010, pp. 257-265.

- RONCERO SÁNCHEZ, A. “Fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento del adquirente”, en Rodríguez Artegas, F. (coord); *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, t.I. Pamplona. Aranzadi, 2009. pp. 739 y ss.

- SÁNCHEZ CALERO, J. y FERNÁNDEZ TORRES, I. “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (Oportunidad y acierto del art. 35 LME)”. *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*. Universidad Complutense, (2011/38), abril, 2011.
  
- SÁNCHEZ DAFOS, J.A. “El efecto de la prohibición de asistencia financiera en las operaciones de Forward Merger LBO en España y el efecto de la reforma en Italia.” *Revista de derecho de sociedades*, núm. 24, 2005, pp. 487-510.
  
- TORTUERO, J. “Las entidades de capital riesgo, sus operaciones típicas y la prohibición de asistencia financiera.” *Revista española de capital riesgo*, núm. 2, 2007, pp. 3-26.
  
- TROCHU. *Les LBO face à la crise*, RDAI/IBLJ, núm. 4, pp. 331 y ss.
  
- VAQUERIZO ALONSO, A. *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias estudio para una construcción de su disciplina*. Tesis doctoral dirigida por Juan Luis Iglesias Prada. Universidad Autónoma de Madrid (2002).
  
- VELASCO SAN PEDRO, L.A. “La Reforma de la Asistencia Financiera en Europa.” *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil* (2006/5) Diciembre 2006. Puede consultarse en: [http://eprints.ucm.es/5992/1/REFORMA\\_ASISTENCIA\\_FINANCIERA\\_EN\\_EURO\\_PA-E-prints.pdf](http://eprints.ucm.es/5992/1/REFORMA_ASISTENCIA_FINANCIERA_EN_EURO_PA-E-prints.pdf)
  
- VICENT CHULIÁ, F., *Introducción al Derecho Mercantil*, Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2005.
  
- VIVES RUIZ, F. *La validez de los LBO en el Derecho español*. Tesis doctoral inédita, dirigida por Dr. D. Juan Sánchez-Calero Guilarte. Universidad Pontificia de Comillas, Facultad de Derecho, 2009.

- VIVES RUIZ, F. y TAPIAS MONNÉ, A. “La Ley de Modificaciones Estructurales. Una norma técnicamente fallida.” InDret (4/2013). *Revista para el Análisis del Derecho*. Barcelona, Octubre, 2013.

- YUSTE DE AYALA, G. “El impacto de la Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles en la financiación de adquisiciones apalancadas.” *Revista española de capital riesgo*, núm. 4, 2009, pp. 33-49.