



FACULTAD DE DERECHO

ANÁLISIS JURÍDICO DE LA FUSIÓN APALANCADA EN EL CONTEXTO DE LA
PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA

Amparo Acha Artigues
5ºE-3 A
Área de Derecho Mercantil

Madrid
Marzo 2025

ÍNDICE

I. INTRODUCCIÓN

- 1.1. Justificación del Estudio
- 1.2. Objetivos del Trabajo
- 1.3 Metodología

II. LA FUSIÓN APALANCADA

- 2.1. Delimitación de la figura
- 2.2. Regulación. Transición del artículo 35 de la Ley de Modificaciones estructurales al artículo 42 del RDL 5/2023
- 2.3 Sujetos intervinientes
 - A) El comprador
 - B) La target
 - C) El ente financiador
- 2.4 Supuesto de hecho
 - A) La adquisición
 - B) El endeudamiento
 - C) La fusión

III. LA PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA

- 3.1. Normativa comunitaria
 - 3.1.1. Reino Unido
 - 3.1.2. Italia
 - 3.1.3. Luxemburgo
 - 3.1.4. Países Bajos
 - 3.1.5. España
 - 3.1.6. Alemania
 - 3.1.7. Francia
- 3.2. Fundamento de la prohibición
- 3.3. Consecuencias de la infracción de la prohibición

IV. COMPATIBILIDAD DE LA FUSIÓN APALANCADA Y LA PROHIBICIÓN DE LA ASISTENCIA FINANCIERA

V. CONCLUSIONES

VI. BIBLIOGRAFÍA Y REFERENCIAS DOCUMENTALES

ABSTRACT

La fusión apalancada, también conocida como *merger leveraged buy-out* (MLBO), constituye una de las operaciones societarias más complejas y controvertidas, al combinar la adquisición de una sociedad mediante el uso intensivo de endeudamiento y su posterior integración mediante fusión con la entidad adquirente. Este tipo de transacción plantea desafíos jurídicos y económicos que han sido objeto de una extensa evolución normativa, particularmente en el marco del ordenamiento jurídico español. En este trabajo se analiza en profundidad la transición desde el régimen regulado por el artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales al artículo 42 del Real Decreto-ley 5/2023, el cual introduce modificaciones sustanciales en los requisitos legales para justificar y estructurar estas operaciones.

En particular, se abordan los mecanismos diseñados para garantizar la protección de los intereses de socios, acreedores y administradores, evaluando cómo los nuevos parámetros normativos buscan mitigar los riesgos asociados al endeudamiento excesivo, así como su impacto en la solvencia patrimonial de las sociedades involucradas. Asimismo, se examina el enfoque del legislador al equilibrar la prohibición de asistencia financiera con la necesidad de viabilizar estas fusiones, subrayando la importancia de mecanismos como el informe de expertos y la relación de canje en la salvaguarda de los derechos de las partes interesadas.

A lo largo del análisis, se destaca la relevancia práctica de la fusión apalancada en el contexto de la reorganización empresarial y la generación de sinergias económicas, considerando tanto las implicaciones legales como las motivaciones económicas subyacentes. Este estudio pretende ofrecer una perspectiva integral que facilite la comprensión de las particularidades de estas operaciones y su encaje dentro del marco normativo español, proporcionando un marco teórico y práctico que sirva como guía para el análisis de futuros desarrollos legislativos y jurisprudenciales en la materia.

PALABRAS CLAVE

Fusión apalancada, asistencia financiera, purga, financiación, adquisición.

LISTADO DE ABREVIATURAS

CCom: Código de Comercio

CC: Código Civil

LBO: Leveraged buy-out

LME: Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles

MLBO: Merger Leveraged buy-out

NewCo: New Company

RDL: Real Decreto-Ley

TRLSC: Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital

(pendiente de completar)

I. INTRODUCCIÓN

1.1. Justificación del Estudio

La fusión apalancada plantea un desafío jurídico significativo al situarse en la intersección entre la prohibición de asistencia financiera y las operaciones de modificación estructural. Este debate no solo es relevante para la teoría jurídica, sino también para la práctica empresarial, ya que afecta la viabilidad de fusiones en el contexto de adquisiciones financiadas. Comprender las implicaciones legales y estructurales de esta operación es crucial para garantizar la seguridad jurídica y evitar riesgos que puedan comprometer los intereses de acreedores, socios y la estabilidad patrimonial de las sociedades involucradas.

1.2. Objetivos del Trabajo

El objetivo principal del estudio es interpretar el marco jurídico de las fusiones apalancadas en el contexto de la prohibición de asistencia financiera, proponiendo una solución coherente a dicha antinomia que permita llevar a cabo estas operaciones sin lesionar los bienes jurídicos protegidos. Entre los objetivos secundarios se incluyen analizar las garantías que el procedimiento de fusión apalancada ofrece a los actores implicados, examinar la normativa aplicable desde una perspectiva comunitaria y valorar las modificaciones introducidas por el RDL 5/2023.

1.3. Metodología del Trabajo

El análisis se basa en un enfoque doctrinal y jurisprudencial, desglosando los elementos normativos relevantes a través de una revisión sistemática de la legislación vigente y aportaciones doctrinales autorizadas. Además, se examinan los cambios introducidos por el RDL 5/2023, en comparación con las disposiciones anteriores, para evaluar su impacto en la regulación de las fusiones apalancadas y su compatibilidad con los principios generales del ordenamiento jurídico español.

II. LA FUSIÓN APALANCADA

2.1 Delimitación de la figura

La fusión es un procedimiento societario de concentración empresarial, en virtud del cual dos o más sociedades mercantiles inscritas se integran en una única sociedad mediante la transmisión en bloque de sus patrimonios, y la atribución a los socios de las sociedades que se extinguen de acciones, participaciones o cuotas de la sociedad resultante, que puede ser de nueva creación o una de las sociedades que se fusionan. En la práctica, las fusiones permiten reforzar la capacidad de competencia de las empresas, abaratando costes, mejorando las condiciones de producción, de distribución y de investigación y desarrollo. Son también, a veces, un medio de reorganizar la estructura de un grupo: la sociedad matriz absorbe ciertas filiales, una filial absorbe a otras, algunas filiales se fusionan entre ellas para dar origen a una nueva filial.

La fusión apalancada, conocida en el ámbito anglosajón como *merger leveraged buy-out* (MLBO), constituye una operación societaria extraordinaria, tanto por su relevancia en la vida de las compañías involucradas como por su significativa presencia en la realidad económica. Esta modalidad de fusión tiene como principal objetivo la concentración económica y destaca por su alto grado de endeudamiento, lo que incrementa el riesgo financiero en comparación con otros tipos de conglomeraciones empresariales. Se trata, esencialmente, de una fusión que tiene lugar tras la adquisición previa de una sociedad, en la que el comprador recurre a liquidez obtenida a través de financiamiento crediticio.

Estas operaciones, que se configuran como una variante específica dentro del género de las adquisiciones apalancadas, representan una fórmula de integración empresarial que involucra a dos o más compañías. Desde un punto de vista económico, enfrentan una disyuntiva fundamental: por un lado, las mayores posibilidades de eficiencia y generación de sinergias derivadas de economías de escala; por otro, las dificultades de liquidez que pueden desembocar en situaciones concursales. Este equilibrio entre oportunidades y riesgos define el análisis de la fusión apalancada en términos económicos y jurídicos.

La delimitación de los elementos esenciales que caracterizan estas operaciones constituye el eje central del análisis como se expone a continuación. Entre estos elementos destacan las dimensiones subjetivas —como la participación de administradores, trabajadores u

otros agentes— y los aspectos financieros relacionados con el endeudamiento. En términos jurídicos, el concepto de fusión, tal como ha sido integrado en la legislación de modificaciones estructurales, no siempre coincide plenamente con la realidad económico-financiera de las fusiones apalancadas. Estas divergencias entre lo normativo y lo económico se evidencian mediante un análisis comparativo que, además de identificar las características de estas operaciones, evalúa las implicaciones jurídicas de su regulación.

La fusión apalancada, por tanto, no solo es un mecanismo que refleja las dinámicas de concentración empresarial, sino que también constituye un desafío regulatorio. Mientras que en términos económicos resalta la necesidad de equilibrar riesgos y beneficios, en términos legales exige una regulación precisa que contemple los intereses de todas las partes involucradas.

2.2 Regulación. Transición del artículo 35 de la Ley de Modificaciones estructurales al artículo 42 del RDL 5/2023¹

En el ámbito de las fusiones apalancadas, la transición del artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales al artículo 42 del Real Decreto-ley 5/2023 supone un cambio significativo en la regulación, orientado a resolver las incertidumbres jurídicas que tradicionalmente han acompañado a este tipo de operaciones. Con la entrada en vigor el 29 de Julio de 2023 del RDL 5/2023, la regulación mercantil aplicable a las fusiones en las que participen únicamente sociedades mercantiles españolas se encuentra recogida en el Libro primero, artículos 1 a 16 (disposiciones comunes a todas las modificaciones estructurales) y artículos 33 a 57 (disposiciones específicas para la fusión).

El anterior artículo 35 de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles, establecía un marco normativo específico para las fusiones apalancadas, introduciendo requisitos adicionales orientados a salvaguardar los bienes jurídicos protegidos por la normativa de asistencia financiera, los cuales serán analizados en mayor detalle más adelante. Entre sus disposiciones más relevantes, destacaba la

¹ Jiménez López, L., & Daza González, P. (2023). La fusión apalancada como negocio que purga la prohibición de asistencia financiera. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 62, 36-51.

obligatoriedad de un informe elaborado por expertos independientes que debía pronunciarse explícitamente sobre la existencia² de asistencia financiera en el proyecto de fusión. Este requisito se mantenía incluso en aquellos casos en los que existía unanimidad entre los socios respecto a la operación, lo que generaba una carga adicional en el proceso.

Este enfoque presentaba diversas problemáticas. En primer lugar, los expertos independientes, aunque competentes para analizar la viabilidad económica y financiera del proyecto, no estaban necesariamente cualificados para emitir juicios sobre la existencia de asistencia financiera desde un punto de vista jurídico-material. Además, la redacción del artículo asumía la posibilidad de que existiera asistencia financiera, pero no especificaba claramente en qué condiciones podía considerarse legítima, lo que generaba inseguridad jurídica en las operaciones. Este contexto derivaba en largos procesos de interpretación y negociación, dificultando la ejecución ágil de las fusiones apalancadas.

Actualmente, el artículo 42 del Real Decreto-ley 5/2023 elimina la obligatoriedad de que el informe de expertos incluya un pronunciamiento sobre la existencia de asistencia financiera. En su lugar, dicho informe debe centrarse en evaluar la razonabilidad de los recursos financieros y los plazos propuestos en el proyecto de fusión, asegurando la viabilidad económica y financiera de la operación. Además, el artículo 42 conserva disposiciones esenciales del marco anterior, como la obligación de justificar la operación mediante un plan económico y financiero detallado. Este enfoque promueve un equilibrio entre la flexibilidad normativa y la protección de los bienes jurídicos fundamentales, como la integridad patrimonial de la sociedad y el principio de igualdad de trato entre los socios. Como se desarrollará más adelante, dichas adquisiciones deben estar respaldadas por financiamiento externo proveniente de terceros y llevarse a cabo en un plazo no mayor a tres años antes de la fusión. La normativa tiene como objetivo garantizar que tanto los socios como los acreedores dispongan de la información necesaria sobre la estructura y

² En el Proyecto de Ley de Modificaciones Estructurales de 2008, inicialmente no se exigía que el informe de expertos sobre la fusión mencionara la asistencia financiera. Sin embargo, una enmienda del Grupo Parlamentario Popular introdujo la obligación de que el informe incluyera una declaración explícita sobre su **existencia**, alterando el texto original que solo contemplaba la referencia a su **ausencia**.

los antecedentes de la operación, de modo que puedan ejercer plenamente los derechos que la legislación les confiere.

2.2 Sujetos intervinientes

Los dos negocios jurídicos principales que caracterizan a la fusión apalancada son, por un lado, la adquisición y, por otro, la financiación o endeudamiento de la sociedad adquirente.

Esta estructura pone de manifiesto la existencia de dos relaciones jurídicas distintas que, aunque vinculadas entre sí, representan relaciones entre los diferentes sujetos económicos que intervienen en la transacción.

En primer lugar, la compraventa se celebra entre la sociedad adquirente y los diversos accionistas o socios, incluso en los casos en que una parte de las acciones se encuentre en autocartera. Por otro lado, en el contrato de financiación, el comprador actúa como prestatario, mientras que un tercero proporciona las cantidades necesarias para llevar a cabo la adquisición.

De esta diferenciación se desprende la presencia de, al menos, cuatro sujetos principales —aunque en determinadas ocasiones pueden ser más— cuya participación es objeto de análisis. Estos son: el comprador, el vendedor, la sociedad que, al menos en parte, es objeto de la transacción, y el prestamista.

A) El comprador

El comprador es una compañía que, tras la adquisición, pasa a controlar un porcentaje significativo de la sociedad objetivo, logrando al menos el control de esta última. En este marco, la estructura societaria del adquirente se apoya en dos factores clave: el volumen de la transacción y la transmisión del coste de la deuda a la sociedad adquirida.

En primer lugar, un empresario individual no goza de la responsabilidad limitada característica de las sociedades capitalistas. Esto implica que debe asumir personalmente la totalidad de la deuda, lo que supone un riesgo financiero considerable e inasumible en la mayoría de los casos. Por ello, se recurre a la utilización de sociedades para diversificar

las necesidades de capital exigibles a los socios del adquirente o para restringir la cuantía patrimonial expuesta a los acreedores.

Si el comprador fuese un empresario individual, no podría transmitir el coste de la deuda a la sociedad adquirida debido a su responsabilidad ilimitada, salvo que el crédito se otorgara teniendo en cuenta el patrimonio de la sociedad objetivo (*target*).

Por otro lado, la transmisión del coste de la deuda se hace evidente cuando:

1. Se forma un grupo de sociedades, permitiendo que la dominante utilice los recursos de la filial.
2. Se integran patrimonios mediante una fusión.

En ambos casos, es esencial que el comprador opere como una sociedad, aunque esta sea unipersonal y de reciente creación, incluso con un patrimonio exiguo. Cabe destacar que, en algunas situaciones, estas sociedades pueden estar participadas por fondos de capital riesgo.

B) La target³

La sociedad *target*, también conocida como sociedad objetivo, es aquella entidad que se encuentra en el centro de un proceso de compraventa o fusión empresarial. Esta sociedad representa el activo estratégico que el comprador busca adquirir para alcanzar determinados objetivos económicos, estratégicos o operativos. Este elemento constituye el eje central de la transacción, ya que motiva a las partes implicadas, cuyas razones para participar pueden variar, pero comparten un denominador común: las particularidades específicas de la sociedad adquirida. Estas motivaciones incluyen casos como empresas que no están en su mejor rendimiento, compañías cercanas a la insolvencia o aquellas que, por sus características, ofrecen oportunidades para generar sinergias o economías de escala a través de la integración de patrimonios.

³ Gimeno Ribes, M. (s.f.). *La fusión apalancada como operación económico-financiera*. Páginas 35-62.

En el primer caso, una empresa con bajo rendimiento puede atraer a un inversor externo. Este percibe la oportunidad de, tras la adquisición, realizar las reestructuraciones necesarias para mejorar la eficiencia operativa. El objetivo principal es obtener ganancias derivadas de la diferencia entre el precio de adquisición y el valor futuro que se proyecta alcanzar, considerando los flujos de caja posteriores a la reorganización. Si el comprador carece de fondos propios suficientes, puede recurrir al crédito, lo que permitiría mejorar la situación económica general. La empresa adquirida, o target, podría generar beneficios más altos, beneficiando tanto al comprador como a los socios minoritarios. Además, la venta de activos no esenciales podría generar ingresos adicionales y ser aprovechada de manera más eficiente por el nuevo propietario. Paralelamente, los préstamos realizados a tal fin podrían generar rendimientos positivos para los prestamistas, alimentando así el ciclo financiero descrito.

Por otro lado, también es factible realizar una adquisición apalancada en casos de sociedades en concurso o precurso. Aunque el uso de crédito incrementa el riesgo financiero, también puede actuar como una herramienta de refinanciación para mantener la actividad de la empresa en el mercado, evitando su desaparición. En este contexto, el comprador busca, mediante la reconfiguración de elementos clave de la empresa, lograr una mejora productiva suficiente para superar la insolvencia, incluso si esto implica asumir altos niveles de deuda. Sin embargo, el objetivo del adquirente podría ser distinto: eliminar a un competidor. En este caso, la adquisición apalancada podría conducir a la despatrimonialización de la empresa adquirida, una práctica frente a la cual el Derecho debe intervenir para mitigar las posibles consecuencias.

Finalmente, la integración patrimonial bajo un control específico ya sea mediante una integración empresarial hacia adelante o hacia atrás, persigue la mejora de la productividad. Esto se logra gracias al aumento en el tamaño de la operación y a la diversificación de actividades dentro de la cadena productiva. Estos objetivos pueden alcanzarse a través de la concentración empresarial, ya sea mediante la adquisición que genera un grupo empresarial o mediante una reestructuración que integre patrimonios. El apalancamiento es clave en estas operaciones, dado que la parte compradora puede no disponer de suficientes fondos propios. Excluyendo supuestos de fraude o prácticas predatorias, como la eliminación de competidores, el comprador debe evaluar si el riesgo

financiero adicional se compensa con las mejoras proyectadas y si los ingresos futuros permitirán atender los vencimientos de la deuda.

C) *El ente financiador*⁴

En el segundo negocio que forma parte de la transacción objeto de estudio, el endeudamiento o financiación implica tanto al comprador como a un tercero que actúa como prestamista. La entrega de fondos líquidos al comprador está acompañada de una serie de cautelas diseñadas para mitigar el riesgo de impago. Estas cautelas incluyen garantías destinadas a asegurar la satisfacción del crédito en el futuro. Entre ellas, se encuentran las garantías reales, que pueden establecerse sobre bienes de la sociedad adquirente o sobre activos externos, pero no sobre elementos de la target, debido a las restricciones de las legislaciones europeas, que prohíben la asistencia financiera en estos casos, como se detallará mas adelante.

Un escenario distinto surge cuando se estipula una fusión posterior entre la sociedad adquirente y la target tras la compraventa financiada mediante los fondos prestados, operación que constituye el objeto de estudio de este trabajo.

Para el prestamista, exigir una modificación estructural como la fusión resulta particularmente atractiva, ya que, en términos legales, las limitaciones actuales no suelen afectar directamente a la fusión, aunque pueden existir restricciones que operan de forma preventiva. Además, una fusión permite que la totalidad del patrimonio quede afectada por la integración, lo que no sucede al limitarse a garantías reales específicas sobre ciertos bienes. Sin embargo, este planteamiento puede generar conflictos con otros acreedores que compiten en igualdad de condiciones, a diferencia de las garantías hipotecarias o pignoraticias, donde prevalece la regla *prior tempore potior iure*.

Otra posibilidad en este tipo de transacciones es la inclusión de cláusulas contractuales, conocidas como covenants, que imponen autorrestricciones a la compañía deudora, o a la resultante en caso de fusión. Estas cláusulas pueden limitar, por ejemplo, la distribución

⁴ Gimeno Ribes, M. (2016). *Endeudamiento empresarial y fusión de sociedades: Contribución al estudio de la fusión apalancada*. Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales.

de dividendos o cualquier otra salida de efectivo por encima de un determinado umbral, con el objetivo de garantizar la existencia de fondos mínimos que permitan el repago de la deuda con el prestamista. Este enfoque puede entenderse como una forma indirecta de protección para los acreedores afectados por la operación. La prohibición de asistencia financiera, al impedir la configuración de garantías reales, fomenta la necesidad de recurrir a fusiones y covenants, lo que, en última instancia, protege de forma indirecta tanto al prestamista como a otros acreedores. Sin embargo, esta protección contractual del crédito únicamente es válida cuando no se permite el establecimiento de garantías reales, ya que, en otro caso, perdería su eficacia. La limitación de salidas de efectivo contribuye a preservar un patrimonio que podría satisfacer las deudas de otros acreedores en caso de necesidad.

Por otro lado, cabe destacar las características de los terceros financiadores, que no son necesariamente entidades únicas, sino que pueden formar una pluralidad. Aunque la procedencia de los fondos líquidos destinados a la adquisición será detallada más adelante, resulta relevante subrayar la diversidad entre los tipos de financiamiento empleados habitualmente. Más allá de las características específicas de la deuda, es importante considerar la identidad del prestamista, que puede variar según el tamaño de la compañía adquirida o el mercado donde se lleve a cabo la operación. Por ejemplo, las entidades bancarias suelen ser la fuente de financiación preferida cuando la target es una empresa relativamente pequeña, salvo en el caso de préstamos sindicados. Por el contrario, cuando se trata de compañías de mayor envergadura, se recurre al mercado de capitales para obtener los fondos necesarios.

2.3 Supuesto de hecho⁵

El supuesto de hecho regulado es aquel en el que una sociedad (existente o creada a estos efectos) se endeuda para adquirir el control o determinados activos de otra y, con posterioridad a la adquisición y, en cualquier caso, dentro del plazo de los tres años siguientes a la adquisición, la sociedad endeudada absorbe a la adquirida (*forward merger LBO*) o, al contrario, la entidad adquirida absorbe a la endeudada (*reverse merger LBO*),

⁵ González-Meneses, M., & Álvarez, S. (2013). *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles* (2ª ed.). Dykinson.

con lo que finalmente la deuda acaba estando garantizada por el total patrimonio de la sociedad resultante de la fusión.

Con la finalidad de otorgar mayor claridad y transparencia a este tipo de operaciones, se establece un procedimiento de fusión reforzado en el que, además de los requisitos generales de la fusión, le son aplicables las siguientes normas⁶:

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

2ª. El informe de administradores debe contener:

- las razones que justificaron la adquisición del control o de los activos y la operación de fusión; y
- un plan económico y financiero, con expresión de los recursos y la descripción de los objetivos que se pretendan conseguir.

3ª. El informe de experto o expertos independientes debe contener un juicio sobre la razonabilidad de las especiales indicaciones en el proyecto de fusión e informe de administradores a que se refieren los dos apartados anteriores. En estos supuestos, el informe de experto independiente sobre el proyecto común de fusión siempre es necesario, incluso aunque la fusión se haya acordado en junta universal y por unanimidad.

Como se ha señalado previamente, el régimen establecido por el Real Decreto-ley 5/2023 elimina la obligación que tenía el experto de pronunciarse sobre la posible existencia de asistencia financiera, tal como se exigía en la normativa anterior. Según algunos autores, como Alonso, García de Enterría y Rosas, esta exigencia era perturbadora y presentaba un alcance jurídico incierto, debido a la inaplicabilidad general de la prohibición de asistencia financiera en operaciones societarias como la fusión, que cuentan con su propio marco de protección para socios y acreedores. Este problema era evidente en la práctica,

⁶ Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, por el que se adoptan y prorrogan determinadas medidas de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la Guerra de Ucrania, de apoyo a la reconstrucción de la isla de La Palma y a otras situaciones de vulnerabilidad; de transposición de Directivas de la Unión Europea en materia de modificaciones estructurales de sociedades mercantiles y conciliación de la vida familiar y la vida profesional de los progenitores y los cuidadores; y de ejecución y cumplimiento del Derecho de la Unión Europea.

donde los expertos solían recurrir a fórmulas atípicas y cautelosas al abordar esta cuestión específica.

A) La adquisición

Se aplicará la norma a dos tipos de adquisiciones:

Adquisición del control de una sociedad por otra participante en la fusión. La normativa no define específicamente el concepto de control. No obstante, se entiende que existe control cuando se posee más del 50 % de los derechos de voto, lo que generalmente se logra mediante la adquisición de acciones o participaciones sociales que superen dicho porcentaje del capital social. Sin embargo, resulta razonable extender su aplicación a cualquier adquisición de control efectivo, por lo que deben considerarse las presunciones establecidas en el artículo 42.1 del Código de Comercio.

Adquisición de activos. Al supuesto típico del apartado anterior se asimila la compra de activos esenciales para la normal explotación de una sociedad o que sean de importancia por su valor patrimonial. El supuesto consiste en que una sociedad adquiere con endeudamiento ese tipo de activos de otra sociedad y a continuación las dos sociedades -vendedora y compradora- se fusionan. No se trata, evidentemente, de que una sociedad participante en una fusión se haya endeudado con anterioridad para adquirir cualesquiera activos esenciales o de valor importante por compra de cualquier otro sujeto que no sea una de las sociedades participantes en la fusión.

Sorprende la inclusión de este último supuesto en la norma, pues la compra directa de activos de una sociedad no supone asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones propias. En principio, no tendría que plantear los mismos problemas, pues si una sociedad compra activos importantes de otra sociedad y luego ambas se fusionan, no disminuye la solvencia de la sociedad resultante, pues en el patrimonio de la que vendió estará la contraprestación recibida por esa venta. La prevención del legislador respecto de este caso parece presuponer que la cantidad obtenida por la sociedad vendedora por la venta de su activo habrá ido a parar ya a sus socios antes de la fusión vía reparto de dividendos o restitución de aportaciones, de manera que el resultado final

para la sociedad vendedora que se fusiona con la compradora es que volverá a tener en su activo el bien que enajenó, pero también tendrá una deuda que antes no tenía y que absorbe y anula su valor. Se trata, por tanto, de una norma que presupone de antemano que se ha producido una circunstancia concomitante que es la que hace que el supuesto entrañe peligro, lo que quizá sea un poco excesivo. Es como si la norma presumiese de antemano un fraude, el vaciamiento patrimonial de la sociedad que vendió.

B) El endeudamiento

La utilización intensiva de recursos financieros externos en la adquisición de una sociedad representa un rasgo distintivo de este tipo de operaciones desde una perspectiva económica, hasta el punto de que la transacción no puede concebirse sin la interrelación entre ambos contratos. En este sentido, el comprador, al plantear una inversión que prevé amortizar mediante los flujos de caja generados por la sociedad adquirida, fundamenta dicha expectativa en la convicción de que su gestión permitirá alcanzar la viabilidad económica proyectada.

En este sentido, el coste del endeudamiento o, lo que es lo mismo, el riesgo financiero inherente, bien al grupo, bien, de manera mucho más evidente, a la sociedad resultante de la fusión, se extiende a la target. Hablamos de «extensión» porque, propiamente, el riesgo de impago afecta igualmente a la sociedad adquirente, puesto que, en el caso de grupo, ella es la obligada principal (y sólo indirectamente quedaría afectada la filial), y, en el supuesto de fusión, los patrimonios de compradora y objetivo quedan integrados en la compañía resultante. Sin embargo, el hecho de que la sociedad adquirente generalmente sea una *newco* con exiguo o nulo patrimonio, más allá de las acciones o participaciones que ostente de la target, permite hablar, al menos en términos económicos, de un verdadero traslado del coste de la deuda a la segunda de ellas.

Tipo de endeudamiento. Como hemos visto, la normativa aborda esta cuestión de manera general, refiriéndose a *que una de las sociedades participantes en la fusión hubiera contraído deudas... para adquirir el control de otra... o para adquirir activos...* Como la deuda se contrae para la indicada adquisición, es decir, para el pago de un precio, se tratará de la deuda derivada de una financiación dineraria en forma de préstamo mutuo, o de

apertura de crédito con disposición de los fondos con cargo al mismo. Lo normal es que esa financiación proceda de una o varias entidades bancarias o de crédito, pero, como no distingue la ley, puede proceder de cualquier tipo de sujeto. También entra en el concepto de deuda contraída para la adquisición la que resulta, en su caso, del aplazamiento del pago del precio de la adquisición concedido por los propios vendedores.

La cuantía de la deuda. Aunque el propósito de la normativa es evitar niveles excesivos de endeudamiento, la ley no define un umbral mínimo, ya sea en términos de cuantía absoluta o en proporción al valor de la empresa, su EBITDA u otros parámetros. Por lo tanto, cualquier endeudamiento destinado a una adquisición, independientemente de su magnitud, activa la aplicación de la norma. En el futuro, podría considerarse la necesidad de limitar su aplicación a los casos en los que se excedan ciertas ratios. Sin embargo, establecer de forma generalizada y previa qué porcentaje de endeudamiento sitúa a una empresa en una posición de vulnerabilidad financiera resulta complejo, dado que estas situaciones varían significativamente según las características de cada organización.

La finalidad de la financiación. Lo que determina la aplicación de la norma no es que la sociedad que adquirió tenga simplemente deudas (ante esa eventualidad genérica se supone que los acreedores de las demás sociedades participantes en la fusión están protegidos por el derecho de oposición a la fusión, sin mayor especialidad), **sino que dichas deudas se hayan contraído precisamente para adquirir el control o los activos.** De manera que debe existir una relación causal o teleológica entre el endeudamiento y la adquisición. No obstante, este elemento finalista se tiene que contemplar de forma objetivista: lo relevante es que la financiación se haya utilizado realmente para la adquisición, sin ser necesario que la concesión de la misma estuviera expresamente prevista o condicionada a esa finalidad. Es importante recordar que, en muchas operaciones, se evitaba manifestar explícitamente que la financiación estaba condicionada a la fusión, aunque en la práctica esta terminara realizándose de todas formas.

El elemento temporal. Como ya se ha abordado a lo largo de este análisis, la deuda que activa la aplicación de la norma debe haber sido contraída dentro de los tres años inmediatamente anteriores a la fusión. Sin embargo, surge la cuestión de cuál es el

momento determinante en este proceso complejo que conlleva una fusión: ¿la fecha de suscripción del proyecto de fusión?, ¿la de su depósito?, ¿la del último acuerdo de las juntas?, ¿la de la escritura?, ¿o la de la inscripción registral? Según Segismundo Álvarez Royo-Vilanova⁷, desde una perspectiva notarial y registral, lo más lógico es atender a la fecha de suscripción del proyecto de fusión. Esto se debe a que los requisitos impuestos por la norma incluyen menciones específicas en el proyecto o en el informe del experto vinculado al mismo. Por lo tanto, el proyecto de fusión debe ser redactado considerando que ya se cumple el supuesto de hecho de la norma. En este sentido, resulta coherente que la fecha determinante sea la de suscripción del proyecto, ya que, en el momento de su preparación, no se conoce con certeza la fecha de adopción del acuerdo, ni mucho menos la de la escritura o la inscripción registral.

Respecto al *dies a quo* (fecha inicial del cómputo), el plazo comienza a contarse desde el momento en que realmente nace la deuda o la obligación, y no desde la celebración del contrato que origina la financiación. Por ejemplo, si se suscribe un contrato de préstamo o crédito cuya disposición de los fondos se aplaza tres años, lo relevante es el momento en que efectivamente se hace uso de los fondos, ya que es entonces cuando la deuda se considera nacida.

Exigibilidad y vencimiento. De acuerdo con el fundamento de la norma, es imprescindible que la deuda contraída con motivo de la adquisición continúe pendiente de pago al momento de la fusión. Sin embargo, resulta irrelevante si el vencimiento de dicha deuda tiene lugar con anterioridad o posterioridad a la fusión, o si se han establecido períodos de carencia para su cumplimiento. Del mismo modo, carece de relevancia si la deuda original ha sido objeto de refinanciación o modificación posterior, ya que lo verdaderamente determinante es que la obligación exigible tenga su origen en la operación de adquisición del control.

⁷ Álvarez Royo-Vilanova, S. (2010, 31 de marzo). *Fusión apalancada y asistencia financiera: el Art 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales*

C) La fusión⁸

El elemento principal y definitivo del supuesto de hecho regulado en el artículo 42 del Real Decreto-ley 5/2023 es la fusión propiamente dicha. Este se analiza en último lugar, ya que representa la fase final de la operación apalancada, siendo el hecho que activa la aplicación de las reglas específicas de la normativa.

El artículo 42 estipula que las disposiciones contenidas en el precepto se aplicarán a las operaciones que impliquen una "*fusión entre dos o más sociedades*". Esto requiere distinguir entre los distintos casos contemplados. La estructura económica más común es aquella en la que participan dos compañías, aunque en los casos donde intervienen más de dos, se genera igualmente el efecto de trasladar el coste de la deuda a una de las sociedades implicadas. Por ello, el legislador ha incluido una mención específica en este contexto.

Cuando la fusión apalancada involucra solo dos sociedades, el resultado es siempre la consolidación en una única compañía, que puede ser una nueva entidad o una de las sociedades originales (en el caso de una absorción). Esta modificación estructural implica una concentración patrimonial, destacándose la relación entre los activos de la sociedad y la deuda adquirida, así como los riesgos asociados a este proceso. En el caso de una nueva sociedad, tanto la adquirente como la target extinguen su personalidad jurídica, lo que plantea dudas, que posteriormente se abordarán en este trabajo, sobre si la norma constituye una excepción (*lex specialis*) para la prohibición de asistencia financiera, dado que la sociedad objetivo desaparece. Sin embargo, como la fusión implica la sucesión universal de activos y pasivos, los socios de la target se convierten en socios de la nueva sociedad, y los acreedores previos conservan sus derechos, manteniéndose los riesgos económicos inherentes.

Cuando la fusión por absorción implica que la sociedad absorbente sea la target, esta última conserva su personalidad jurídica, eliminando la necesidad de un debate más complejo. A pesar de esto, si los resultados económicos son equivalentes en cualquier

⁸ Gimeno Ribes, M. (2016). *Endeudamiento empresarial y fusión de sociedades: Contribución al estudio de la fusión apalancada*. Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales.

configuración, la aplicación de las reglas del artículo 42 sigue estando plenamente justificada en todos los escenarios posibles.

En los casos donde intervienen más de dos sociedades, el artículo 42 LME es explícito al incluir este supuesto, probablemente con el objetivo de evitar posibles esquemas que busquen eludir las obligaciones informativas. La participación de más de dos sociedades también afecta los documentos requeridos, como el proyecto de fusión, el informe de administradores y el informe del experto independiente. Aunque el proyecto de fusión permanece unificado, el informe de administradores debe considerar las relaciones financieras entre todas las sociedades implicadas, explicando cómo se gestionarán las deudas.

III. LA ASISTENCIA FINANCIERA

3.1. Normativa comunitaria⁹

La regulación de la asistencia financiera ha sido una cuestión central en el derecho societario, especialmente en el contexto europeo, donde los distintos sistemas legales han abordado esta materia de manera diversa. El concepto de asistencia financiera está estrechamente vinculado a la protección del capital social y los intereses de los acreedores, y su tratamiento ha evolucionado en función de las necesidades económicas y las tradiciones jurídicas de cada país. Este análisis aborda los orígenes y la situación actual de la asistencia financiera en el Reino Unido, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, España y otros Estados europeos, destacando las diferencias en sus enfoques normativos.

3.1.1 Reino Unido

El origen de la regulación de la asistencia financiera en el Reino Unido se remonta al siglo XIX, con el caso *Trevor v. Whitworth* (1887), en el que se establecieron principios fundamentales para proteger el capital social de las sociedades. Este caso dio lugar a la inclusión de una prohibición explícita en la *Companies Act* de 1929, que buscaba evitar las operaciones apalancadas que pudieran comprometer la solvencia de las empresas. La normativa inglesa evolucionó con el tiempo, ampliándose y detallándose en sucesivas reformas legislativas, como las *Companies Acts* de 1948 y 1985, que introdujeron excepciones específicas, como la financiación para empleados (employee buy-outs).

En la actualidad, la *Companies Act* de 2006 permite la asistencia financiera para las **sociedades de responsabilidad limitada (private companies)**, siempre que no se comprometa el capital social ni se perjudiquen los derechos de los acreedores. Por el contrario, para las **sociedades anónimas cotizadas (public companies)**, la prohibición sigue siendo estricta. Este enfoque refleja la tendencia del derecho inglés hacia la flexibilidad y el pragmatismo, adaptando su normativa a las necesidades de las empresas

⁹ Gimeno Ribes, M. (s.f.). *La prohibición de asistencia financiera a través de su historia jurídica*. Páginas 65-114.

privadas mientras mantiene un régimen más estricto para aquellas sometidas al escrutinio de los mercados públicos.

3.1.2. Italia

En Italia, la regulación de la asistencia financiera tiene sus orígenes en el *Codice di Commercio* de 1882, que introdujo restricciones para evitar que las sociedades adquirieran sus propias acciones o garantizaran préstamos con ellas. Posteriormente, el *Codice Civile* de 1942 incorporó el artículo 2.358, que estableció una prohibición más amplia, incluyendo la concesión de préstamos para la adquisición de acciones de la sociedad, con el objetivo de proteger el capital social y evitar abusos de los administradores.

Con la entrada en vigor de la Directiva 77/91/CEE y su transposición al derecho interno, Italia ajustó su normativa para alinearse con los estándares europeos. Desde 2008, la asistencia financiera está permitida bajo ciertas condiciones, siempre que se cumplan los requisitos establecidos en el artículo 64 de la Directiva. Entre las principales garantías se encuentra la exigencia de un plan económico y financiero que demuestre la viabilidad de la operación y asegure que no se perjudicará el patrimonio de la sociedad. Aunque esta flexibilización ha modernizado el marco jurídico italiano, sigue siendo más restrictivo que el británico, priorizando la protección del capital social y los intereses de los acreedores.

3.1.3. Luxemburgo¹⁰

En el caso de Luxemburgo, una ley promulgada el 6 de agosto de 2021 (la "Nueva Ley") fue introducida para clarificar las disposiciones establecidas en el artículo 1500-7, párrafo 2º, de la ley modificada de 10 de agosto de 1915 sobre sociedades comerciales (conocida como la "Ley de 1915"), específicamente en relación con la asistencia financiera por parte

¹⁰ Linklaters LLP. (2021, 13 agosto). Clarification of the rules on financial assistance for Luxembourg SARLs. *Linklaters LLP*. <https://www.linklaters.com/es-es/knowledge/publications/alerts-newsletters-and-guides/2021/august/13/clarification-of-the-rules-on-financial-assistance-for-luxembourg-sarls>

de las sociedades de responsabilidad limitada en Luxemburgo (*sociétés à responsabilité limitée*, SARL).

Como resultado de la amplia reforma realizada en 2016 para modernizar la Ley de 1915, el artículo 1500-7, párrafo 2º, establecía que podrían imponerse sanciones penales, que incluyen una pena de prisión de entre un mes y dos años y multas de entre 5.000 y 125.000 euros, o bien una de estas sanciones, a cualquier persona que, actuando en calidad de director o gerente y con conocimiento de causa, realizara alguna de las siguientes acciones:

- Otorgar préstamos o adelantos utilizando fondos de la sociedad, o constituir garantías (*sûretés*) con el objetivo de adquirir acciones (*actions*) o participaciones sociales (*parts sociales*) en la propia sociedad.
- Crear una prenda sobre las acciones (*actions*) o participaciones sociales (*parts sociales*) de la sociedad, cuando estas acciones contravinieran los artículos 430-19 y 430-21 aplicables a las sociedades anónimas luxemburguesas (*sociétés anonymes*).

Aunque la Ley de 1915 no incluía de forma explícita esta prohibición para las SARL, la mención a las participaciones sociales (*parts sociales*) en el artículo 1500-7, párrafo 2º, generó confusión entre los profesionales del derecho.

Con la adopción de la Nueva Ley, el parlamento luxemburgués ha resuelto esta ambigüedad eliminando todas las referencias a las participaciones sociales (*parts sociales*), confirmando de esta manera que las sanciones penales contenidas en el artículo 1500-7, párrafo 2º, de la Ley de 1915 no son aplicables a los gerentes de una SARL. En consecuencia, las SARL no están sujetas a la prohibición de asistencia financiera. No obstante, se subraya que cualquier operación de esta naturaleza debe ser evaluada cuidadosamente en función del interés corporativo de la sociedad.

3.1.4. Países Bajos¹¹

En los Países Bajos, la regulación de la asistencia financiera presenta diferencias importantes dependiendo del tipo de sociedad mercantil de que se trate. Para las sociedades de responsabilidad limitada (besloten vennootschappen, "BVs"), desde 2012 no existen restricciones específicas en cuanto a la asistencia financiera, ya que las normas que previamente regulaban esta materia fueron derogadas en su totalidad. Esto implica un marco normativo más laxo, que permite a las BVs operar sin limitaciones en este ámbito.

En contraste, las sociedades anónimas públicas (naamloze vennootschappen, "NVs") están sujetas a una regulación más estricta. El artículo 2:98c del Libro 2 del Código Civil Neerlandés ("DCC") establece una prohibición general sobre la provisión de asistencia financiera en el caso de NVs o sus subsidiarias. En concreto, estas entidades tienen prohibido realizar ciertas acciones destinadas a facilitar la adquisición de sus propias acciones o recibos de depósito para dichas acciones por parte de un tercero. Estas acciones incluyen proporcionar garantías, garantizar el precio de las acciones, asegurar el cumplimiento por otros medios o asumir responsabilidades, ya sea conjunta y solidaria o de otra manera.

Sin embargo, desde la implementación de la Directiva de Mantenimiento de Capital en la legislación neerlandesa en junio de 2008, se introdujo una excepción significativa a esta prohibición. En virtud de esta excepción, se permite a las NVs conceder préstamos para facilitar la adquisición de sus acciones o recibos de depósito, siempre que se cumplan ciertos requisitos procedimentales y sustantivos establecidos en el artículo 2:98c(2)-(7) del DCC. Este cambio responde a la flexibilización de las normas a nivel europeo, permitiendo un equilibrio entre las restricciones legales y las necesidades prácticas de las empresas.

¹¹ Raaijmakers, G., & Rutten, S. (2022). *The Netherlands: Financial Assistance*. IBA Corporate and M&A Law Committee. NautaDutilh, Amsterdam.

3.1.5. España

En España, la asistencia financiera está regulada desde una perspectiva históricamente restrictiva. Aunque no se identifican antecedentes directos tan antiguos como en el Reino Unido o Italia, la normativa española ha seguido los principios básicos de protección del capital social y ha mantenido una postura conservadora. La transposición de la Directiva 77/91/CEE reforzó esta tendencia, consolidando la prohibición general de la asistencia financiera.

A día de hoy, la legislación española sigue considerando ilícita la asistencia financiera, salvo en los casos expresamente permitidos por la normativa, como las operaciones en beneficio de los empleados o ciertas excepciones relacionadas con la actividad habitual de las entidades de crédito. Este enfoque refleja una posición alineada con la mayoría de los Estados europeos, donde la prioridad es garantizar la estabilidad financiera de las sociedades y proteger a los acreedores frente a operaciones que puedan comprometer su patrimonio. (pendiente de profundizar)

3.1.6. Alemania¹²

La regulación de la asistencia financiera en Alemania juega un papel fundamental en la protección del capital social y la estabilidad financiera de las empresas. La legislación alemana distingue entre las sociedades anónimas (Aktiengesellschaft - AG) y las sociedades de responsabilidad limitada (Gesellschaft mit beschränkter Haftung - GmbH), aplicando normas específicas a las primeras y principios generales a las segundas.

El concepto de asistencia financiera en Alemania tiene su origen en la Segunda Directiva sobre Sociedades de la Unión Europea (77/91/EEC) de 1976, que estableció la prohibición de que una sociedad financiera la compra de sus propias acciones. En 1978,

¹² Strehle, E. P. (2022). *Germany Financial Assistance*. IBA Corporate and M&A Law Committee. Hengeler Mueller.

Alemania implementó esta normativa en su Ley de Sociedades Anónimas (Aktiengesetz - AktG), en su artículo 71a.

Posteriormente, la **Directiva 2012/30/UE** flexibilizó parcialmente estas reglas, permitiendo a los Estados miembros de la UE suavizar las restricciones sobre asistencia financiera. Sin embargo, Alemania optó por mantener una regulación estricta. En 2017, la **Directiva 2017/1132/UE** consolidó estas normas en el artículo 64, estableciendo un marco común para los países de la UE.

Antes de la incorporación formal de estas normas en la legislación alemana, solo existía una referencia jurisprudencial sobre el tema: una sentencia del Tribunal Supremo del Reich (Reichsgericht) en 1930, que determinó que la concesión de préstamos o garantías por parte de una AG para la compra de sus propias acciones constituía una reducción ilegal del capital social.

El artículo 71a AktG define la asistencia financiera como cualquier préstamo, anticipo o garantía concedida por una sociedad anónima a un tercero con el propósito de adquirir sus acciones. El concepto de asistencia financiera no se limita a la salida inmediata de liquidez, sino que abarca cualquier forma de apoyo financiero que exponga a la AG a un riesgo que antes no existía.

Por lo tanto, la prohibición de asistencia financiera en Alemania es una medida clave para garantizar la estabilidad financiera de las sociedades y la protección de acreedores y accionistas minoritarios. Mientras que en las AGs la prohibición es estricta, en las GmbHs se regula indirectamente a través de normas de capitalización. Las violaciones a estas normas pueden acarrear graves consecuencias legales, incluyendo nulidad de contratos, restitución de fondos y responsabilidad de los administradores. En el contexto de fusiones y adquisiciones, es fundamental estructurar cuidadosamente las transacciones para evitar caer en esquemas de asistencia financiera prohibida.

3.1.7. Francia

En Francia, el marco legal sigue una línea igualmente restrictiva, donde las operaciones de asistencia financiera se consideran en general incompatibles con los principios de salvaguarda del patrimonio social. (pendiente de profundizar)

3.2. Fundamento de la prohibición

Una de las cuestiones más debatidas en la doctrina respecto a la asistencia financiera es el fundamento y el alcance de la prohibición general establecida en los artículos 143¹³ y 150¹⁴ del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital (TRLSC)¹⁵. La prohibición de prestar asistencia financiera se basa en la protección de los mismos bienes jurídicos que la normativa busca salvaguardar en las operaciones de autocartera, concretamente el patrimonio de la sociedad y el equilibrio en sus estructuras de decisión. Esta interdicción tiene como objetivo, por un lado, evitar comportamientos predatorios por parte de operadores del mercado que puedan poner en peligro la viabilidad a largo plazo de la sociedad adquirida, y, por otro, impedir la toma de control accionarial por parte de terceros que vulnere el principio de igualdad de trato entre los socios.

Identificar correctamente los bienes jurídicos protegidos por esta normativa es esencial, ya que solo se considerarán ilícitas aquellas actuaciones que atenten contra los intereses tutelados. En este sentido, resulta indispensable atender al espíritu y la finalidad establecidos en el artículo 3.1 del Código Civil, los cuales deben guiar la interpretación de las normas.

Desde una perspectiva jurídica, esta prohibición tiene como finalidad proteger dos bienes jurídicos fundamentales. Por un lado, busca salvaguardar el patrimonio de la sociedad, que constituye la principal garantía para los acreedores. Al prevenir operaciones que

¹³ La sociedad de responsabilidad limitada no podrá aceptar en prenda o en otra forma de garantía sus propias participaciones ni las participaciones creadas ni las acciones emitidas por sociedad del grupo a que pertenezca. 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.

¹⁴ 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. 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.

¹⁵ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

puedan comprometer la solvencia de la sociedad, se asegura su capacidad para cumplir con las obligaciones contraídas con terceros. Por otro lado, la normativa refuerza el equilibrio en las estructuras de decisión de la sociedad, garantizando la igualdad de trato entre los socios. Esto impide que la asistencia financiera facilite tomas de control accionarial que puedan generar desequilibrios internos o ventajas indebidas para ciertos actores.

Tanto la doctrina¹⁶ como la **jurisprudencia** coinciden en esta perspectiva de que la prohibición general de la asistencia financiera actúa como un mecanismo de clausura para evitar cualquier intento de eludir o vulnerar las restricciones impuestas por el régimen de autocartera. Se trata, por lo tanto, de una norma de cierre del régimen de autocartera cuyo objetivo es eliminar cualquier posibilidad de fraude o vacíos legales que puedan comprometer su aplicación.

En segundo lugar, la prohibición tiene como finalidad reforzar el principio de integridad del capital social, previniendo posibles perjuicios para los acreedores derivados de una dilución de dicho capital. En las operaciones de asistencia financiera, la sociedad puede emplear sus activos para cubrir el precio de adquisición de sus propias acciones o participaciones, lo cual, en ciertos casos, podría poner en riesgo la estabilidad del capital social. Esto es especialmente problemático cuando los activos utilizados están relacionados con la cifra del capital social, en contraste con aquellos que corresponden a bienes distribuibles.

Y, por ende, esta prohibición busca evitar operaciones que no guarden relación con el objeto social de la compañía y que, en principio, no le aportan ningún beneficio. Tales actos no solo representan una amenaza para la integridad del capital social, sino también para el conjunto del patrimonio de la sociedad y su funcionamiento interno.

¹⁶ Barea Martínez, M. T. (s.f.). *Negocios sobre las propias acciones y participaciones. Asistencia financiera*. Páginas 313-344.

3.3. Consecuencias de la infracción de la prohibición

La problemática en torno a las consecuencias jurídicas derivadas de la infracción de la prohibición general de asistencia financiera, recogida en los artículos 143 y 150 del TRLSC, ha suscitado un amplio debate doctrinal¹⁷. En virtud del carácter preventivo y prohibitivo de estas disposiciones, y considerando la presunción de ilicitud de la causa en la que se fundamentan, la doctrina tiende a coincidir en que la sanción aplicable en estos casos es la **nulidad radical** por infracción de la ley, conforme al artículo 6.3¹⁸ del Código Civil. Esta nulidad se impone sin perjuicio de las sanciones administrativas que puedan recaer sobre los administradores de la sociedad, según lo establecido en el artículo 157¹⁹ del TRLSC. Sin embargo, la verdadera controversia reside en delimitar el alcance de dicha sanción de nulidad: si esta afecta exclusivamente al negocio de asistencia financiera, o si se extiende también al negocio de adquisición de las acciones o participaciones, así como a posibles negocios intermedios de financiación en casos de asistencia financiera indirecta.

En cuanto al **negocio de asistencia financiera directa** celebrado entre la sociedad y el tercero adquirente de las acciones o participaciones, no cabe duda de que queda plenamente afectado por la nulidad radical²⁰, ya que este negocio es el objeto directo de la prohibición establecida en los artículos 143 y 150 TRLSC. Por tanto, se aplican las reglas generales de ineficacia negocial: dicho negocio no genera derechos ni obligaciones entre las partes, no puede exigirse el cumplimiento de las prestaciones comprometidas y debe procederse a la restitución recíproca de las prestaciones ya realizadas. Este planteamiento persiste incluso tratándose de una nulidad por ilicitud causal, ya que excluir la posibilidad de repetición de lo satisfecho (como señala el artículo 1306 del Código

¹⁷ Barea Martínez, M. T. (s.f.). *Negocios sobre las propias acciones y participaciones. Asistencia financiera*. (pp. 313-344). Notario de Granada.

¹⁸ Los actos contrarios a las normas imperativas y a las prohibitivas son nulos de pleno derecho, salvo que en ellas se establezca un efecto distinto para el caso de contravención

¹⁹ Se reputará infracción el incumplimiento de las obligaciones o la vulneración de las prohibiciones establecidas en el presente capítulo.

²⁰ Vid. sentencias del Tribunal Supremo (Sala 1.ª) de 2 de julio de 2012 y 9 de diciembre de 2012, en línea con la doctrina reflejada por la RDGRN de 1 de diciembre de 2000.

Civil) resultaría lesivo para los intereses patrimoniales de los socios y acreedores de la sociedad.

Respecto al **negocio de asistencia financiera indirecta**, celebrado entre la sociedad y un intermediario, también se encuentra sujeto a la nulidad radical debido a la ilicitud causal subyacente en la asistencia prestada al tercero adquirente. No obstante, la doctrina ha planteado ciertos matices. En los casos en que el intermediario actúe de buena fe —es decir, cuando desconozca el propósito final de la operación—, algunos autores, como Vaquerizo Alonso²¹, han argumentado que podría ejercitar una acción de daños contra la sociedad y los administradores o resolver su obligación de financiar al tercero adquirente.

En relación con el **negocio de financiación entre el intermediario y el tercero adquirente**, este no es directamente objeto de la prohibición contenida en los artículos 143 y 150 TRLSC. Por ello, no queda automáticamente afectado por la sanción de nulidad, salvo que concurran en él otros vicios autónomos. Sin embargo, el intermediario, generalmente una entidad financiera, asume un riesgo significativo, ya que la nulidad del negocio de asistencia financiera implicaría la pérdida de cualquier garantía ofrecida por la sociedad, mientras que el negocio de financiación con el tercero permanecería vigente, ligado al resultado económico de la operación.

Finalmente, el negocio de adquisición de las acciones o participaciones tampoco constituye el objeto directo de la prohibición de asistencia financiera, por lo que, como regla general, no debería ser anulado automáticamente. Esto se debe a que la mera realización del negocio de asistencia financiera prohibido no depende necesariamente de que se complete la operación de adquisición. Sin embargo, como ha señalado Velasco Alonso, esta regla general no garantiza siempre la validez del negocio adquisitivo. La cuestión debe ser analizada bajo el prisma de la doctrina de los negocios coligados, especialmente cuando la adquisición resulta inseparable de la asistencia financiera ilícita. En estos casos, el negocio adquisitivo será nulo si su ejecución resulta lesiva para los intereses sociales o de terceros. Ejemplos de adquisiciones afectadas por la nulidad serían

²¹ VAQUERIZO ALONSO, A., *Asistencia Financiera para la Adquisición de Acciones Propias*. Monografía Ed. Civitas, Madrid, 2003, pp. 532-549.

aquellas en las que el transmisor de las acciones es un socio conocedor de la asistencia financiera prohibida o en las que el acuerdo de adquisición incluye de manera implícita una conducta ilícita, como la emisión de acciones a precios reducidos a costa del patrimonio indisponible de la sociedad. Por el contrario, las adquisiciones en mercados regulados, como la bolsa de valores, no deberían verse afectadas.

IV. COMPATIBILIDAD DE LA FUSIÓN APALANCADA Y LA PROHIBICIÓN DE LA ASISTENCIA FINANCIERA (pendiente de profundizar)

Con todo lo expuesto anteriormente, podemos señalar que el principal problema a la hora de compatibilizar la fusión apalancada con la prohibición de asistencia financiera es el traslado del coste financiero de adquisición sobre el patrimonio de la sociedad adquirida, por lo que debemos analizar en qué supuestos la fusión apalancada entra en el ámbito de la prohibición regulada en los artículos 143.2 y 150 LSC. Si atendemos a la literalidad de ambos preceptos, la prohibición está concebida en términos realmente amplios, pues como ya hemos comentado, se prohíbe “*cualquier operación económica*” que atribuya por parte de una sociedad a un tercero la capacidad patrimonial para la adquisición de acciones de la misma. Esta prohibición general, debemos conjugarla con la jurisprudencia, la doctrina, y la regulación del artículo 42 RD 5/2023 para tratar de encontrar las situaciones jurídicas donde la fusión apalancada sea conforme a Derecho.

La resolución de esta antinomia requiere considerar que la doble regulación crea situaciones complejas que deben abordarse desde diferentes perspectivas para lograr una interpretación adecuada.

En primer lugar, la normativa de asistencia financiera es de naturaleza prohibitiva y establece sanciones graves, como la nulidad de pleno derecho del negocio jurídico que facilite dicha asistencia, además de posibles responsabilidades para los administradores. Estas disposiciones, recogidas en los artículos 143.2 y 150.1 de la Ley de Sociedades de Capital, deben interpretarse de manera restrictiva²², dado su carácter sancionador.

En segundo lugar, la interdicción de la asistencia financiera se fundamenta en la protección del patrimonio social, que actúa como garantía para los acreedores, y en el equilibrio de las estructuras de decisión, garantizando la igualdad de trato entre los socios. Sin embargo, las operaciones de fusión ya cuentan con garantías legales destinadas a proteger estos bienes jurídicos, lo que en principio asegura su suficiencia en este contexto.

²² Sentencia de 9 de noviembre de 1967 (en relación con las normas prohibitivas) y las de 4 de febrero y 10 de noviembre de 1964 (en relación con las normas sancionadoras).

Además, el artículo 38 de la Constitución Española consagra la libertad de empresa dentro de una economía de mercado. En este sentido, el Tribunal Constitucional ha reiterado que las normas deben interpretarse favoreciendo el ejercicio de derechos constitucionalmente reconocidos.

Por otro lado, el procedimiento de fusión apalancada constituye una operación societaria especial que impone requisitos específicos. Como norma especial, tiene preferencia sobre la normativa general de prohibición, conforme al principio *lex specialis derogat generali*. Asimismo, los artículos 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales y 42 del Real Decreto-ley de Modificaciones Estructurales, al ser posteriores en el tiempo, prevalecen sobre las disposiciones generales de asistencia financiera según el principio *lex posterior derogat priori*.

En consecuencia, el artículo 42 del Real Decreto-ley de Modificaciones Estructurales tiene aplicación preferente sobre los artículos 143.2 y 150.1 de la Ley de Sociedades de Capital, permitiendo que el cumplimiento de los requisitos impuestos por la normativa especial "purguen" la posible existencia de asistencia financiera. Esto es crucial, ya que una interpretación contraria vaciaría de contenido la regulación específica de la fusión apalancada, convirtiendo su existencia en un contrasentido.

En el caso concreto de la fusión apalancada, la postura de la doctrina mayoritaria²³ y de la jurisprudencia ²⁴, ha sido, desde hace tiempo, la de entender que la prohibición de asistencia financiera es de interpretación estricta y 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», aunque ello no termine de conjurar todos los riesgos. Esta conclusión también resulta coherente con la limitación temporal de tres años establecida para las especialidades de la fusión apalancada. Una vez transcurrido este plazo, únicamente puede considerarse que la fusión, incluso siendo apalancada, deberá realizarse siguiendo las normas generales aplicables.

²³ Barea Martínez, M. T. (s.f.). *Negocios sobre las propias acciones y participaciones. Asistencia financiera*. (pp. 313-344).

²⁴ v. gr., sentencia del Juzgado número 2 de lo Mercantil de Madrid de 15 de febrero de 2007, SAP de La Rioja de 17 de octubre de 2008 y AAP de Madrid de 9 de enero de 2007, sobre la OPA de Endesa por Gas Natural

Para determinar los casos específicos a los que se dirige la prohibición de la asistencia financiera, resulta esencial analizar previamente la finalidad que persigue el legislador con esta regulación. Tal como se ha mencionado anteriormente, el objetivo principal de esta normativa es doble: por un lado, salvaguardar los intereses de los acreedores y de los socios o accionistas frente a riesgos que puedan comprometer la solvencia de la sociedad; y, por otro lado, prevenir cualquier forma de abuso o actuación desleal por parte de los administradores.

El concepto de asistencia financiera adquiere especial relevancia en el contexto de las operaciones de fusión apalancada, donde puede estar implícito en las diferentes etapas del proceso de ejecución. Por este motivo, es necesario examinar la estructura societaria en cada una de las fases implicadas para identificar posibles supuestos que puedan ser calificados como asistencia financiera prohibida por el marco normativo vigente.

- **Primera fase: constitución del vehículo, los flujos de fondos y garantías**

La operación se estructura a través de una sociedad vehículo (*Newco*) a la cual se le dota de los recursos necesarios para ejecutar la adquisición mediante capital (*equity*) y deuda (*debt*), para posteriormente fusionar la sociedad objeto de inversión (*target*) con *Newco* y así garantizar el pago de la deuda con los propios activos y flujos de caja de la sociedad *target*. La estructura resultante de la primera fase no genera dudas en cuanto a la posibilidad de la existencia de asistencia financiera, siempre y cuando, las garantías que se constituyan sean sobre activos de *Newco* (incluidas las participaciones sociales o acciones de *Newco* en *target*) y no activos de la sociedad *target*.

- **Segunda fase: la fusión**

En la fase posterior, se materializa el supuesto de hecho regulado en el citado artículo 42 del Real Decreto-ley 5/2023, que regula las fusiones apalancadas. Estas involucran a dos o más sociedades, si alguna de ellas ha contraído deudas en los tres años previos para adquirir el control de otra participante en la operación o para adquirir activos esenciales para su explotación o de relevancia patrimonial. En este contexto, el proyecto de fusión debe especificar los recursos y plazos destinados al pago de la deuda adquirida, mientras que el informe de administradores tiene la obligación de justificar las razones de la

adquisición del control y la posterior fusión, incluyendo un plan económico y financiero detallado.

Como bien se ha mencionado anteriormente, el Real Decreto-ley 5/2023 mantiene la exigencia de que un experto independiente evalúe la razonabilidad del proyecto de fusión y del informe de administradores, incluso en el caso de fusiones aprobadas por unanimidad. Sin embargo, se elimina la obligación de que el experto determine si existe asistencia financiera, lo cual constituye un cambio normativo favorable. Bajo la regulación anterior (artículo 35), se exigía una declaración adicional en el informe de expertos para identificar la existencia de asistencia financiera. Esto resultaba excesivo, considerando que el propio proceso de fusión incluye mecanismos garantistas que protegen los intereses de socios y acreedores, cumpliendo con los objetivos del legislador respecto a la prohibición de asistencia financiera.

La fusión protege la posición de los socios, particularmente de los accionistas minoritarios. Aunque estos podrían percibir que su patrimonio se ve afectado al pasar de una sociedad sin deuda a una altamente apalancada, el mecanismo de canje de participaciones o acciones previsto en el proceso de fusión salvaguarda sus derechos. Dicho canje se realiza sobre la base del valor real del patrimonio, permitiendo incluso compensaciones en efectivo, siempre que estas no superen el 10% del valor nominal de las acciones o participaciones atribuidas.

El artículo 49 del Real Decreto-ley 5/2023 introduce un mecanismo adicional de protección para los socios: el derecho a impugnar la relación de canje. Este derecho permite a los socios que consideren inadecuada la relación de canje plantear una reclamación en efectivo ante el Juzgado de lo Mercantil o un tribunal arbitral estatutariamente previsto, siempre que no hayan votado a favor del acuerdo de fusión o escisión. La resolución de estos órganos será vinculante para la sociedad resultante, la cual podrá compensar a los socios con acciones o participaciones propias en lugar de un pago en efectivo. Es importante destacar que el ejercicio de este derecho no suspende ni impide la inscripción de la fusión o escisión en el Registro Mercantil.