



**COMILLAS**

UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

# LAS FUSIONES APALANCADAS EN LA NORMATIVA SOCIETARIA Y SU RELEVANCIA CONCURSAL

Autor: José Javier Andueza López-Jacoiste

5º E-3 A

Derecho Mercantil

Tutor: D. Fernando Vives Ruiz

Madrid

Abril de 2019

## **RESUMEN**

Pese a constituir un tipo de operación habitual en el tráfico mercantil, las fusiones apalancadas han despertado desde siempre dudas en cuanto a su licitud en Derecho. El presente trabajo explora la relación entre dos conceptos tradicionalmente reñidos: asistencia financiera y fusión apalancada. Para ello, se delimitan ambos conceptos a través de un análisis de la evolución histórica, legislación y doctrina al respecto. Posteriormente, se procede al estudio del polémico art. 35 LME y, en especial, de la inclusión de la obligatoriedad de que un experto independiente se pronuncie acerca de si concurre o no asistencia financiera en la operación de fusión. Finalmente, el trabajo refiere posibles problemas concursales que este tipo de operaciones traen consigo, centrándose en el examen de las posturas doctrinales acerca de si es posible o no el ejercicio de una acción rescisoria concursal, por haber constituido la fusión un acto perjudicial para la masa activa de la sociedad adquirida.

## **PALABRAS CLAVE**

Asistencia financiera, compra apalancada, fusión apalancada, sociedad target, art. 35 LME, concurso de acreedores, acción rescisoria concursal.

## **ABSTRACT**

In spite of being a common type of corporate transaction, forward mergers leveraged buy-out have always awakened doubts as far as their legality at Law. This paper explores the relationship between two traditionally contested concepts: financial assistance and LBOs. To achieve this, both concepts are examined through analysis of their historical evolution, as well as existing legislation and doctrine. Subsequently, this work proceeds to the study of the controversial article 35 LME and, in particular, the inclusion of the obligation for an independent expert (auditor) to rule on whether or not there is financial assistance in the merger operation. Finally, the work delves into the insolvency derivation that this type of transaction sometimes brings, focusing on examination of the doctrinal positions on whether or not it is possible to exercise an insolvency action, since the merger was an act harmful to the continuing trade of the acquired (target) company.

## **KEY WORDS**

Financial assistance, Leveraged Buy-out (LBO), Forward Merger LBO, Target company, Article 35 LME, Insolvency, Insolvency action.

## LISTA DE ABREVIATURAS

AF	Asistencia Financiera
BOE	Boletín Oficial del Estado
CC	Código Civil
<i>Cit.</i>	<i>citae</i>
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
FMLBO	Forward Merger Leveraged Buy-out
LBO	Leveraged Buy-out
LC Ley	Concursal
LME	Ley de Modificaciones Estructurales
LSC	Ley de Sociedades de Capital
OPA	Oferta Pública de Adquisición
pp.	páginas
SPV	Special Purpose Vehicle
TS	Tribunal Supremo

## TABLA DE CONTENIDO

<b>1. INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>6</b>
<b>2. LA ASISTENCIA FINANCIERA.....</b>	<b>8</b>
<b>2.1 Origen.....</b>	<b>8</b>
<b>2.2. Fundamento, concepto y contenido vigente de la prohibición.....</b>	<b>12</b>
2.2.1 <i>Fundamento</i> .....	12
2.2.2 <i>Concepto y contenido vigente de la prohibición</i> .....	12
<b>2.3 Consecuencias de la vulneración de la prohibición .....</b>	<b>15</b>
<b>3. EL SUPUESTO DE FUSIONES APALANCADAS Y SU RELACIÓN CON LA PROHIBICIÓN..</b>	<b>17</b>
<b>4. LA NUEVA REGULACIÓN: LME .....</b>	<b>23</b>
<b>4.1 Introducción.....</b>	<b>23</b>
<b>4.2 El art. 35 LME .....</b>	<b>24</b>
4.2.1 <i>Introducción</i> .....	24
4.2.2 <i>Contenido material del precepto</i> .....	25
4.2.3 <i>El informe de experto independiente</i> .....	32
<b>5. REPERCUSIÓN CONCURSAL DE LAS FUSIONES APALANCADAS.....</b>	<b>35</b>
<b>5.1 Introducción.....</b>	<b>35</b>
<b>5.2 La fusión como acto perjudicial para la masa .....</b>	<b>35</b>
<b>5.3 La acción de rescisión en una fusión apalancada .....</b>	<b>38</b>
5.3.1 <i>En contra de la rescindibilidad</i> .....	38
5.3.2 <i>A favor de la rescindibilidad</i> .....	41
<b>5.4. Acuerdos y contratos previos.....</b>	<b>42</b>
<b>6. CONCLUSIONES.....</b>	<b>43</b>
<b>6.1 Primera.- .....</b>	<b>43</b>
<b>6.2 Segunda.-.....</b>	<b>43</b>
<b>6.3 Tercera.- .....</b>	<b>44</b>
<b>6.4 Cuarta.- .....</b>	<b>44</b>
<b>6.5 Quinta.- .....</b>	<b>45</b>
<b>6.6 Sexta.- .....</b>	<b>45</b>
<b>6.7 Séptima.-.....</b>	<b>45</b>
<b>7. BIBLIOGRAFÍA.....</b>	<b>46</b>



## 1. INTRODUCCIÓN

La actividad referida a fusiones y adquisiciones de sociedades no ha hecho sino desarrollarse en España durante las últimas décadas. Dicho crecimiento no se ha materializado, únicamente, en número de operaciones llevadas a cabo sino también en la complejidad, tanto financiera como jurídica, de las mismas. Dentro de las modificaciones estructurales, destacan, por su frecuencia y especial valor, las operaciones de fusión apalancada.

Este tipo de operaciones se configuran de tal forma que los recursos a través de los cuales se financia la adquisición de la sociedad objetivo (*sociedad target*) provienen, en su mayor parte, de fuentes de financiación ajenas a la empresa adquiriente. Lo que caracteriza a este tipo de operaciones es el hecho de que la deuda va a ser amortizada en todo o en parte con cargo al patrimonio de la sociedad que es adquirida.<sup>1</sup> Se trata de un tipo de operaciones donde la particularidad reside en el hecho de que el coste de adquisición de la deuda no es soportado por el deudor – es decir, la sociedad adquiriente – sino que es trasladado sobre el patrimonio de la sociedad que es adquirida.

Este planteamiento que, *a priori*, puede parecer paradójico comportará, como se verá más adelante en el trabajo, interesantes ventajas tanto del punto de vista fiscal como desde el punto de vista de los beneficios económicos para los implicados. Por otro lado, este tipo de operaciones son mayormente promovidas por Private Equity y fondos de Venture Capital, habida cuenta de los importantes retornos esperados de crecimiento que estas operaciones comportan, al no requerir un gran desembolso inicial en fondos propios por parte de la sociedad adquiriente.

Por último, este tipo de compras apalancadas suelen terminar en la fusión de ambas sociedades, adquiriente y adquirida, lo que se conoce en el argot financiero con el nombre de Forward Merger Leveraged Buy-out, o fusión apalancada.

Sin embargo, pese a la frecuencia de este tipo de operaciones en el tráfico jurídico, las fusiones apalancadas han suscitado dudas en cuanto a su legitimidad en Derecho. Así,

---

<sup>1</sup> De esta forma, la financiación obtenida se amortizará, totalmente o de forma parcial, bien con los flujos de caja que la sociedad objetivo genere en el ejercicio de su actividad de explotación, bien con garantías o bien con la enajenación de activos de dicha sociedad.

a primera vista, la dificultad más significativa acerca de su validez surge con respecto a la prohibición de asistencia financiera recogida actualmente en la Ley de Sociedades de Capital. Dicho régimen de prohibición asistencia financiera entra en conflicto con las Forward Merger Leveraged Buy-out en el momento en el que es la sociedad adquirida la que soporta el coste de adquisición de la operación, como consecuencia de la fusión, lo que supone en definitiva una ayuda económica de la sociedad adquirida a la sociedad adquiriente, situación que es precisamente la que la prohibición trata de impedir.

En este sentido, la doctrina ha debatido ampliamente en torno a si las fusiones apalancadas suponen, en sí mismas consideradas, una vulneración de la prohibición de asistencia financiera o si, por el contrario, debe admitirse su legalidad por encontrarse los intereses en juego, fundamentalmente los de los acreedores y accionistas de la *sociedad Target*, ya protegidos gracias al propio régimen de la fusión.

Por otro lado, con la entrada en vigor en el año 2009 de la Ley de Modificaciones Estructurales y, en concreto, del art. 35 LME, nuestro legislador trató de solventar el debate que se venía generando en torno a estas dos figuras en el Derecho de Sociedades. El precepto recoge un supuesto de fusión apalancada que, bajo ciertos requisitos y formalidades informativas, permite la operación en cuestión. No obstante, lejos de resolver las dudas, el art. 35 LME no ha hecho sino suscitar el debate debido a la carencia de calidad técnica en su redacción y a la confusión que provoca el requerimiento de que sea un experto independiente quien deba pronunciarse acerca de la concurrencia o no de asistencia financiera en la operación.

Las operaciones de Forward Merger Leveraged Buy-out conllevan un importante riesgo financiero. Evidentemente, el alto grado de endeudamiento, que inherentemente comportan, aumenta significativamente las probabilidades de una eventual insolvencia de la sociedad nacida de la fusión.

En este sentido, el hecho de que, con posterioridad a la fecha en la que se contrajo el endeudamiento, se haya producido una fusión de sociedades y, además, dicho endeudamiento estuviera precisamente garantizado por una sociedad – la sociedad

adquirida – que ya no existe en el tráfico jurídico<sup>2</sup>, no hace más que dificultar una situación ya de por sí problemática.

En este ámbito, nos plantearemos si en el marco de una situación de concurso, con posterioridad a una fusión apalancada, tiene sentido, legalmente hablando, ejercitar una acción de rescisión concursal por resultar la fusión un acto perjudicial para la masa activa de la sociedad.

Por tanto, se procederá a analizar a lo largo de este trabajo dos figuras jurídicas en permanente conflicto: asistencia financiera y fusión apalancada. Dicho estudio será completado con un análisis del impacto y reacciones que ha causado la entrada en vigor del art. 35 LME. En tercer lugar, la investigación se centrará en las relevancias concursales que este tipo de operaciones traen consigo para, finalmente, terminar con las conclusiones generales del trabajo.

## **2. LA ASISTENCIA FINANCIERA**

### **2.1 Origen**

El origen de la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias se remonta a 1929 y se sitúa en Reino Unido. Es en dicho año cuando se introdujeron en la Companies Act (sec. 45) una serie de cláusulas con las que se pretendía evitar ciertas prácticas relativas a compras apalancadas con un gran ratio de endeudamiento y en donde la deuda era financiada por la empresa que iba a ser adquirida. Estas disposiciones que fueron introducidas en 1929 y que, provenían del denominado *Report of the Greene Committee*, venían fundamentadas por en el alto riesgo que conllevaban este tipo de operaciones para la sociedad adquirida debido al alto grado de endeudamiento. Sin embargo, pese al carácter taxativo que recogía la norma, esta no contemplaba un régimen sancionador acorde, al establecer únicamente una multa de pequeña entidad para el supuesto de su vulneración.<sup>3</sup> Es por ello por lo que la norma fue recibida con importantes críticas de la doctrina al considerarse que no conseguía frenar

---

<sup>2</sup> En la operación de fusión, será normalmente la sociedad adquirente la que absorba a la adquirida, quedando esta última extinta en el tráfico jurídico mercantil.

<sup>3</sup> Bayona, R. (2000). *La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias en las sociedades anónimas*. (Tesis doctoral). Universidad de Alicante, Alicante, pp. 25-28.



aquellas actuaciones – esto es, compras apalancadas con alto grado de endeudamiento – que precisamente tenía como objetivo impedir con su promulgación.<sup>4</sup>

En cualquier caso, dicha regulación fue, posteriormente, modificada en el año 1948 con la reforma de la sección 54 de la Companies Act. En esta nueva regulación se incluyó por primera vez el término “*financial assistance*” y se extendió la prohibición, que ya recogía la normativa anterior, a aquellos negocios financieros que tuviesen como causa la adquisición de acciones propias. La nueva norma contemplaba una prohibición más amplia que su predecesora en tanto en cuanto abarcaba dentro de la prohibición todos los supuestos de adquisición de acciones propias (incluyendo la suscripción) y no solamente el supuesto de compra. Además, la norma recogía la prohibición del negocio de adquisición de acciones de una sociedad matriz por parte de la sociedad filial. Sin embargo, cuando la nueva normativa comenzó a aplicarse, los tribunales británicos se dieron cuenta de que la norma se configuraba como una prohibición de demasiada amplitud pues resultaba que, operaciones, que, *a priori*, podían resultar favorables y fructíferas para la sociedad, se veían imposibilitadas por culpa de la nueva regulación. La nueva norma no cumplía, en definitiva, los objetivos por los que había sido promulgada por lo que, de nuevo, fue duramente criticada. Tanto es así que comenzó a surgir una nueva corriente, recogida en el informe Jenkins de 1962, que abogaba por una mayor flexibilización de la norma.<sup>5</sup>

No fue hasta el año 1981, si bien se introdujeron algunas reformas en la Companies Act de 1985, cuando la mencionada corriente que había surgido a favor de la flexibilización de la prohibición de asistencia financiera finalmente se articuló legislativamente. En este tiempo se dio en Reino Unido una situación paradójica<sup>6</sup>: pues mientras, por un lado, la doctrina criticaba el régimen vigente a la vez que demandaba una mayor flexibilización de la norma; por otro lado, el gobierno británico iba un paso más allá no solo defendiendo el régimen vigente, sino también, presionando para que la

---

<sup>4</sup> Vargas, C. “Los efectos jurídicos de la contravención de la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias”, *Estudios sobre el futuro Código Mercantil: libro homenaje al profesor Rafael Illescas Ortiz*. Madrid: Universidad Carlos III de Madrid, 2015, p. 967

<sup>5</sup> Vargas, C. “Los efectos jurídicos de la contravención de la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias”, *cit.* p. 969.

<sup>6</sup> Vargas, C. “Los efectos jurídicos de la contravención de la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias”, *cit.* p. 969.

prohibición fuese elevada a la normativa europea a través de su inclusión en la redacción del texto de la Segunda Directiva<sup>7</sup>. A pesar de las críticas, la prohibición fue finalmente incluida en la Directiva en su artículo 23.

Por otro lado, con la promulgación de la citada Segunda Directiva todos los Estados Miembros tuvieron que adecuar su ordenamiento a lo establecido en la normativa comunitaria. Como consecuencia, la prohibición de asistencia financiera se instauró en toda la Unión Europea aunque no se recogió de la misma manera en todos los estados, al no trasponer todos los ordenamientos jurídicos europeos el contenido del artículo 23 de la Directiva de la misma manera.

A pesar de ello, con el transcurso de los años, la corriente anteriormente mencionada que, había sido recogida en el informe Jenkins y venía reclamando una flexibilización de la rígida prohibición que formulaba el artículo 23 de la Segunda Directiva en relación a la asistencia financiera, fue extendiéndose hacia el resto de países europeos. Finalmente, el legislador comunitario se vio obligado a modificar el contenido del artículo 23 por medio de la Directiva 2006/68/ CEE<sup>8</sup> de 6 de septiembre.

Dicha modificación del artículo 23 se caracterizó por un intento de flexibilizar la normativa hasta entonces existente. Mientas que en la redacción original el precepto afirmaba que “una sociedad no podrá adelantar fondos, ni conceder préstamos, ni dar garantías para la adquisición de sus acciones por un tercero”, con la reforma del año 2006 el artículo acabó quedando dispuesto de la siguiente manera: “Cuando la legislación de un Estado miembro permita a una sociedad, directa o indirectamente, adelantar fondos, conceder préstamos o dar garantías para la adquisición de sus acciones por un tercero, estas operaciones estarán sujetas a las condiciones enunciadas en los párrafos segundo, tercero, cuarto y quinto.”

Por tanto, el régimen pasaba de ser planteado como una taxativa prohibición a constituirse, con la reformulación del artículo 23, como un régimen de garantías permitiéndose la asistencia financiera bajo ciertas condiciones. Sin ánimo de entrar en

---

<sup>7</sup> Directiva 77/91/CEE, de 13 de diciembre de 1976 cuyo texto puede ser consultado en el siguiente enlace: <https://publications.europa.eu/es/publication-detail/-/publication/7b977bbb-7d79-4352-bc3b-36a152d98970/language-es> (último acceso 02/03/2019).

<sup>8</sup> El texto puede ser consultado en el siguiente enlace: <https://publications.europa.eu/es/publication-detail/-/publication/02bf22db-4c3a-477e-beee-51fcd5415424/language-es> (último acceso 01/03/2019).

detalle, las condiciones a las que se refería la redacción del año 2006 se fundamentaban en la existencia de un procedimiento especial que tratase de preservar la viabilidad del negocio jurídico, requiriéndose para ello la aprobación de una mayoría reforzada del número de socios, así como un informe elaborado por el órgano de administración que acreditase los riesgos, condiciones y motivos de la operación, entre otras.

Atendiendo ahora al caso español, fue la Ley 3/2009<sup>9</sup> sobre modificaciones estructurales de sociedades mercantiles la encargada de trasponer la comentada directiva 2006/68/CEE. Sin embargo, pese a que se incorporó el art. 35 LME, y se introdujo una enmienda con el objetivo de flexibilizar la formulación de la prohibición, el texto del artículo 81.1 de la ya derogada Ley de Sociedades Anónimas<sup>10</sup> se mantuvo en sus mismos términos.<sup>11</sup> Este hecho supuso un paso atrás en la evolución del ordenamiento jurídico español, pues a diferencia de la mayoría de países europeos que sí fueron incluyendo en sus ordenamientos una flexibilización de la prohibición de asistencia financiera al amparo de lo establecido en la Directiva de 2006, nuestro ordenamiento apenas se vio modificado.<sup>12</sup>

De esta forma, el inmovilismo de nuestro sistema de normas en relación a la prohibición de asistencia financiera nos lleva cada vez más lejos de nuestros socios europeos. Tanto es así que, la doctrina, ha venido criticando la formulación del régimen de asistencia financiera tildándola de excesiva y de ser creadora de inseguridad jurídica. Algunos autores han llegado hasta el punto de abogar por una reformulación completa de precepto llegando incluso a su derogación.<sup>13</sup> En cualquier caso, el camino que han seguido otros estados europeos al flexibilizar la prohibición deja clara evidencia de la

---

<sup>9</sup> Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales de sociedades mercantiles (BOE 4 de abril de 2009).

<sup>10</sup> Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (BOE 27 de diciembre de 1989).

<sup>11</sup> El artículo 81.1 LSA se derogó junto al resto de la Ley con la entrada en vigor de la LSC en el año 2010. Dicho texto pasó a estar recogido, con apenas alguna diferencia de matiz, en el artículo 150.1 LSC. De otro lado, cabe señalar que nuestro ordenamiento jurídico continúa siendo una de las pocas excepciones que todavía recoge la prohibición de asistencia financiera para las sociedades limitadas. Dicha prohibición históricamente estaba recogida en el art. 40.5 LSRL que, con la aparición de la nueva normativa pasó a ser el art. 143.2 LSC.

<sup>12</sup> Sobre todo, en relación con el supuesto de autocartera.

<sup>13</sup> Palomero, A. y Sanz Bayón, P., “Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas”, *Aranzadi Civil- Mercantil, Revista doctrinal*, nº 3, vol. 2, 2013, p 105.

ineficacia que comporta la norma, tal y como sigue estando redactada en nuestro ordenamiento, para lograr los fines que pretende alcanzar dentro del Derecho de Sociedades.

## **2.2. Fundamento, concepto y contenido vigente de la prohibición**

### ***2.2.1 Fundamento***

Analizado el origen histórico del régimen de asistencia financiera, cabe determinarse los motivos que han llevado a nuestro legislador a incluir la prohibición en nuestro ordenamiento jurídico. Estudiando la finalidad de la prohibición la doctrina encuentra las siguientes razones.<sup>14</sup>

En primer lugar, con la inclusión de la prohibición se pretende proteger a los acreedores de la sociedad cuyos intereses y derechos de crédito puedan verse comprometidos por la eventual insolvencia de la misma. Se entiende que la ayuda económica que la sociedad adquirida podría facilitar para la adquisición de sus propias acciones podría comprometer su propia solvencia y, consecuentemente, perjudicar a los acreedores de la sociedad adquirida.

En segundo lugar, se pretenden evitar los posibles abusos de los administradores de la sociedad adquirida que, a través del negocio de asistencia financiera, tendrían la posibilidad de ayudar a los socios de la misma en la adquisición de una posición de control de la misma.

### ***2.2.2 Concepto y contenido vigente de la prohibición***

El régimen de asistencia financiera viene recogido en nuestro ordenamiento jurídico en los arts. 143.2 y 150 de la Ley de Sociedades de Capital. Mientras que el art.

---

<sup>14</sup> En este sentido véase Álvarez, 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), pp. 119-156.

143.2 LSC se refiere a sociedades de responsabilidad limitada, el art. 150 LSC lo hace para sociedades anónimas.

En este sentido, en lo relativo a las sociedades de responsabilidad limitada el art. 143.2<sup>15</sup> recoge 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

Por otro lado, la regulación del art. 150<sup>16</sup> en sede de sociedades anónimas es más exhaustiva y queda dispuesta así:

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.

La prohibición se configura, a través de, por un lado, una serie de supuestos que la norma prohíbe expresamente y, por otro lado, a través de una cláusula de cierre que prohíbe, en general, cualquier tipo de asistencia financiera. La doctrina entiende que<sup>17</sup>, con la inclusión de esta cláusula de cierre, el legislador pretende evitar que aquellas operaciones que, teniendo la misma finalidad que aquellas que sí recoge el artículo

---

<sup>15</sup> Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (BOE 3 de julio de 2010).

<sup>16</sup> De nuevo, Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (BOE 3 de julio de 2010).

<sup>17</sup> Vives, F. (2009). *La validez de las LBO en Derecho Español*. Universidad Pontificia de Comillas, Facultad de Derecho, Madrid, 203.

(anticipar fondos, conceder créditos o préstamos, o prestar garantías), queden fuera del ámbito de aplicación de la prohibición.

Procede, por tanto, el análisis del artículo a fin de delimitar lo más concretamente posible el concepto de asistencia financiera. Esta puede definirse como cualquier negocio sobre acciones propias donde exista responsabilidad patrimonial derivada de una deuda contraída por la sociedad adquiriente, y para la compra de la sociedad objetivo.<sup>18</sup> En el mismo sentido, otros autores<sup>19</sup> apuntan que la asistencia financiera se compone por todas aquellas operaciones de contenido económico, llevadas a cabo por la sociedad objetivo, que faciliten a un tercero la adquisición de las acciones de dicha sociedad, mediante una atribución “patrimonial, potencial o efectiva”.

Parece claro, por tanto, que lo que nuestro legislador trata de evitar con la prohibición es el perjuicio o disminución patrimonial de la sociedad que es adquirida. Además, el régimen de asistencia financiera trata, desde un punto de vista jurídico, de preservar los derechos de los accionistas y acreedores de la sociedad, protegiendo a la misma de actuaciones que puedan suponer un menoscabo en su patrimonio social.<sup>20</sup>

Por otro lado, la atribución patrimonial de la que habla el Profesor BAYONA, o responsabilidad patrimonial en afortunada expresión de SANZ BAYÓN, no debe solamente ser entendida como una transmisión líquida de efectivo por parte de la sociedad adquirida hacia el tercero. Así, una puesta a disposición de los activos pertenecientes al patrimonio de la sociedad que es adquirida, para por ejemplo ser usados como garantía, también deberá ser entendida como atribución patrimonial. Dicha atribución patrimonial existirá, en definitiva, en el momento en el que la sociedad facilite por cualquier medio la adquisición de sus propias acciones al tercero (la sociedad adquiriente). La doctrina

---

<sup>18</sup> Palomero, A. y Sanz Bayón, P. “Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas”, *cit.* p. 74.

<sup>19</sup> Bayona, R. “La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias en las sociedades anónimas”, *cit.* p. 374

<sup>20</sup> Palomero, A. y Sanz Bayón, P. “Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas”, *cit.* p. 77.

añade<sup>21</sup> que la atribución puede también venir dada en forma de prestación de no hacer. En cualquier caso, si por medio de actos u omisiones la sociedad adquirida facilitase económicamente la adquisición de las acciones a la sociedad adquiriente nos encontraremos dentro del marco de la prohibición de asistencia financiera.

Una vez determinado el concepto la poca jurisprudencia existente tampoco ayuda a determinar el alcance en nuestro ordenamiento jurídico. El TS no ha tenido ocasión de pronunciarse a este respecto de forma determinante.

Sin embargo, sí debemos concluir este apartando resaltando la idea de que, para el legislador español, no existe un concepto definido legalmente de asistencia financiera, concretado en un *numerus clausus* de planteamientos financieros exigidos a la *sociedad target*. La ley de Sociedades de Capital más bien se inclina por una fórmula abierta en el sentido expresado por el art 150.1 en su literalidad; “ni facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición de sus acciones o de participaciones o acciones de su sociedad dominante”. Este planteamiento, de carácter abierto, como veremos posteriormente, complica en cierta manera la determinación de un régimen jurídico de la fusión apalancada.

### **2.3 Consecuencias de la vulneración de la prohibición**

Como ya se ha mencionado, tanto el art. 150 como el art. 143.2 LSC establecen la prohibición de asistencia financiera pero no recogen, sin embargo, ninguna disposición relativa al régimen sancionador por su incumplimiento.

En el art. 157 del mismo texto encontramos la norma que recoge el régimen sancionador aplicable para aquellas personas que tengan capacidad para representar a la sociedad - entre los que se encuentran administradores y directivos, entre otros - pero no se advierte del régimen sancionador y de sus consecuencias para el negocio llevado a cabo en los supuestos de los arts. 150 y 143.2 LSC. Ante el insuficiente tratamiento legal la doctrina estudia el incumplimiento de la asistencia financiera desde dos puntos de vista

---

<sup>21</sup> Bayona, R. “La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias en las sociedades anónimas”, *cit.* pp. 373-374.

distintos. De un lado, a través de las consecuencias que se derivan del negocio jurídico y, desde otro, mediante la responsabilidad de los intervinientes en dicho negocio.

Siguiendo el criterio de parte de la doctrina<sup>22</sup> nuestro análisis se va a centrar en el punto de vista del negocio jurídico y de las consecuencias inherentes al mismo, centrandolo en el estudio de dos formas diferentes. En primer lugar, cabe analizarse la repercusión que tiene el incumplimiento de las disposiciones legales anteriormente referidas. En segundo lugar, deben estudiarse los efectos sobre las acciones adquiridas derivadas del mismo incumplimiento.

Pese a la ya citada insuficiencia de la norma, la doctrina coincide en que la consecuencia jurídica que se deriva para el negocio de financiación no puede otra ser la aplicación del art. 6.3 CC<sup>23</sup>. Dicho artículo recoge la nulidad de pleno derecho de aquellos actos que quebranten normas imperativas salvo que en ellas se disponga una solución distinta para dicho quebranto. La jurisprudencia de nuestro Alto Tribunal recoge el art. 6.3 CC como norma aplicable al Derecho Societario sin excepción.<sup>24</sup>

En este punto cabe hacerse una precisión sobre la consideración de la relación que subyace entre ambos negocios. Puede entenderse, por un lado, que ambos negocios son independientes entre sí mientras que, por otro lado, puede opinarse que el negocio de adquisición de acciones es una consecuencia del negocio de financiación de la operación.

En este sentido, parte de la doctrina coincide<sup>25</sup> en considerar interdependientes a ambos negocios jurídicos salvo que pueda apreciarse una clara relación entre el negocio de financiación de la operación y el negocio de adquisición de las acciones. De esta forma, podremos extrapolar la nulidad del negocio jurídico de asistencia financiera al negocio

---

<sup>22</sup> Palomero, A. y Sanz Bayón, P. “Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas”, *cit.* pp. 87-88.

<sup>23</sup> En este sentido, Vaquerizo, A. *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, 2003, S.L. Civitas Ediciones, Madrid, pp. 532-536; Bayona, R. “La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias en las sociedades anónimas”, *cit.* p. 566; y Palomero, A. y Sanz Bayón, P. “Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas”, *cit.* pp. 87-88.

<sup>24</sup> Puede apreciarse, por ejemplo, en la STS 1257/1993 de 27 diciembre.

<sup>25</sup> Véase Palomero, A. y Sanz Bayón, P. “Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas”, *cit.* donde los autores citan en este sentido a VAQUERIZO ALONSO Y BAYONA GIMÉNEZ.



de adquisición de acciones cuando el primero sea consecuencia del segundo o lo que es lo mismo, cuando el negocio de financiación traiga como causa el negocio de adquisición de acciones. *A sensu contrario*, no podremos afirmar la nulidad del negocio de adquisición cuando exista independencia jurídica entre ambos negocios salvo que exista una cláusula de destinación que se recoja en el negocio de financiación y que implique efectos para el negocio de adquisición de acciones.<sup>26</sup>

A la hora de analizar las consecuencias que se derivan para los intervinientes en el negocio jurídico, es decir, administradores y/o sujetos con poder de representación debemos acudir a la Ley de Sociedades de Capital que sí recoge, en este caso, un régimen sancionador específico para estos casos. En este sentido, la LSC recoge una solución sancionadora de carácter dual al prever tanto una sanción en materia de responsabilidad civil como otra en materia de responsabilidad administrativa. La primera obliga a los administradores de la sociedad a responder por los perjuicios que hubieran podido causar como consecuencia del negocio jurídico y queda recogida en los arts. 236 y ss. LSC. De otro lado, la responsabilidad administrativa viene recogida en el art. 157 LSC y sanciona con multa por importe de hasta el valor nominal de las participaciones asumidas o acciones suscritas, graduándose dicha multa en atención a la entidad de la infracción, perjuicios ocasionados a la sociedad, así como a socios o terceros relacionados con la misma.

### **3. EL SUPUESTO DE FUSIONES APALANCADAS Y SU RELACIÓN CON LA PROHIBICIÓN**

Como se ha comentado en la introducción de este trabajo, este tipo de operaciones financieras se caracterizan por el traslado del coste de financiación sobre el patrimonio de la sociedad que es adquirida (*sociedad target o sociedad objetivo*). Se tratan de operaciones de compra apalancadas con posterior fusión de las sociedades implicadas. La particularidad reside en el hecho de que la deuda contraída por la sociedad adquiriente es amortizada con cargo a los activos y flujos de caja generados por la sociedad adquirida

---

<sup>26</sup> A este respecto, García-Cruces, J.A. “Comentario al art. 81 LSA”, *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, vol. 1, 2001, p. 812. y, de nuevo, Palomero, A. y Sanz Bayón, P. Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas, *cit.* p. 87.

(*sociedad objetivo*). La sociedad adquiriente a menudo se trata, aunque no es siempre así<sup>27</sup>, de una nueva sociedad que, participada por el comprador, es creada en el tráfico jurídico con el único propósito de adquirir el control de la sociedad objetivo mediante la adquisición de sus acciones o participaciones. Dicha nueva sociedad es denominada en el argot financiero como *Sociedad NewCo.* o *Special Purpose Vehicle (SPV)* y será también la encargada de acoger la financiación que será amortizada con el patrimonio de la *sociedad target*.

Las operaciones que inicialmente constituyen una LBO finalizan en la mayoría de los casos en una fusión por absorción de la *sociedad objetivo* por la *sociedad NewCo.* (Forward Merger LBO) o por absorción de la *sociedad NewCo.* por parte de la propia sociedad adquirida (fusión inversa).<sup>28</sup>

Como es lógico, la entidad bancaria que actúe como financiador tratará de asegurarse, antes de conceder la financiación, de que la misma le va a ser devuelta exigiendo a tal efecto las garantías que estime necesarias. Se apunta desde la doctrina<sup>29</sup> que, en estos casos, a la entidad financiera le interesará tener en garantía los activos de la sociedad objetivo, y no sus acciones, pues de esta forma se evitará el riesgo que comportaría un eventual embargo trabado por los acreedores de la sociedad adquirida.

Dada su posición privilegiada en el negocio jurídico de adquisición la entidad bancaria puede, a través de las condiciones de la financiación, forzar a la *sociedad NewCo.* a que no le quede más remedio que fusionarse con la *sociedad objetivo* para poder hacer frente a dicho pasivo. No existe, en principio, problema alguno en que una operación de fusión tenga lugar, cronológicamente hablando, con posterioridad al momento en que la financiación de la operación fue concedida.<sup>30</sup>

---

<sup>27</sup> Álvarez, S. “Fusión apalancada y asistencia financiera: el art. 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales”, *cit.* pp. 119 y ss.

<sup>28</sup> Martí, V. “El Merger Leveraged Buy-Out o fusión apalancada a la luz de la Ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles”, *cit.* p. 608.

<sup>29</sup> Chuliá, V. “Opciones de la Ley”, *El notario del siglo XXI: Revista del colegio notarial de Madrid*, nº28, 2009, Madrid, pp. 10 y ss.

<sup>30</sup> Sánchez-Calero, J. y Fernández, I. “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (Oportunidad y acierto del art. 35 LME)”, *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, Universidad Complutense de Madrid, 2011, p. 124.

El sistema bancario es, además, la mayor fuente generadora de recursos financieros en el mercado español.<sup>31</sup> Es más, los beneficios de la operación son numerosos.<sup>32</sup> En este sentido<sup>33</sup>, una LBO comporta, en primer lugar, una operación con importantes ventajas fiscales: se evitan costes impositivos gracias a la confusión de patrimonios que se da con posterioridad a la fusión. De esta forma se sortean costes fiscales como los derivados del reparto de dividendos al comprador. Además, el comprador se puede practicar una reducción como gasto de los intereses del préstamo y de la amortización del fondo de comercio que se da lugar. Por otro lado, el endeudamiento facilita la adquisición de la sociedad objetivo favoreciendo los procesos de concentración como la fusión al no tener que utilizarse para la compra un gran número de recursos propios.

Además, tanto la/s entidad/es bancaria/s como los Private Equity también gozan de ventajas: mientras que los primeros tienen a los activos de la empresa adquirida en garantía, los segundos pueden multiplicar de forma exponencial los beneficios sobre la inversión. Finalmente, en el plano meramente económico las FMLBO sirven como solución a problemas sucesorios de las empresas y favorecen la reorganización de las mismas.

Sin embargo, como refería al principio de este apartado, las operaciones de fusiones apalancadas no han estado exentas de polémica en cuanto a su relación con la prohibición de asistencia financiera recogida en los artículos 81 LSA y 40.5 LSRL<sup>34</sup> (actualmente arts. 150.1 y 143.2 LSC). Estas operaciones tienen como denominador común el traslado del coste de adquisición sobre el patrimonio de la sociedad adquirida. Dicho traslado del coste de la deuda puede configurarse de diferentes maneras. Así, la

---

<sup>31</sup> Pérez, A., Contreras, B. & Álvarez, I. “La financiación de la adquisición de empresas. Financiación bancaria y vía mercado de capitales”, Jordano, M., Sebastián, R., *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas* 2016, Madrid, p. 135.

<sup>32</sup> Así lo recoge la Audiencia Nacional en su SAN 2011/4695 de 23 de diciembre de 2010, ver en este sentido Doce, S. y Nadal, G. “¿Es viable la neutralidad fiscal en las fusiones apalancadas?”, *Actualidad Jurídica Aranzadi*, nº 865, p. 2.

<sup>33</sup> Véase Palomero, A. y Sanz Bayón, P. “Fusión apalancada y asistencia financiera: el art. 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales”, *cit.* p. 73-81.

<sup>34</sup> Ley 2/1995, de Sociedades de Responsabilidad Limitada (BOE 24 de marzo de 1995).

doctrina distingue<sup>35</sup> entre mecanismos directos y mecanismos indirectos. Dentro de los primeros encuadraríamos el otorgamiento de garantías, personales y reales, y la asunción de la deuda por parte de la sociedad adquirida a través de una integración de ambos patrimonios. En cuanto a los mecanismos indirectos, se configuran a través de la transferencia de los flujos de caja generados por la sociedad objetivo a la sociedad adquiriente. Dicha transferencia podrá, a su vez, realizarse a través de un negocio de financiación (concediendo por ejemplo un préstamo o crédito) o a través de operaciones de distribución de fondos recogidas en la normativa societaria (a través de la distribución de reservas, dividendos, etc.)

A este respecto, se ha discutido si dicho traslado del coste de financiación sobre el patrimonio de la sociedad adquirida constituye o no asistencia financiera prohibida. El planteamiento parece evidente: si la prohibición impide prestar “ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones o participaciones” y, ciertamente, si es la sociedad adquirida la que acaba soportando el repago de la deuda, ¿No resulta claro que nos encontramos ante un supuesto que la norma pretende precisamente evitar?

Si atendemos únicamente a la literalidad de la prohibición no podemos sino aceptar que, en un primer momento, una operación de FMLBO constituirá un supuesto de asistencia financiera. Así, la confusión de patrimonios fruto de la operación de integración empresarial permitirá no incurrir de forma directa en la prohibición al responder de la deuda el patrimonio de la sociedad fusionada; sin embargo, dentro del patrimonio de la sociedad fusionada estará incluido el antiguo patrimonio de la sociedad objetivo, por lo que la deuda acabará siendo amortizada con cargo al patrimonio de la sociedad adquirida.

Pues bien, hasta la promulgación de la LME la doctrina se venía posicionando en torno a dos posturas en relación a la validez de las Forward Merger LBO en nuestro Derecho.<sup>36</sup>

---

<sup>35</sup> Vives. F. *La validez de las LBO en Derecho Español*, cit.

<sup>36</sup> Véase Grima, J. “La compraventa apalancada de sociedades antes y después del artículo 35 de la Ley 3/2009, de 3 de abril, de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles”, *Estudios de derecho mercantil: liber amicorum profesor Dr. Francisco Vicent Chuliá, Tirant to Blanch, Valencia*, 2013, pp. 341 y ss.

Por un lado, algunos defendían que, efectivamente, se trataba de un supuesto de asistencia financiera sobrevenida de los arts. 143.2 y 150 de LSC y, por tanto, no cabía admitir la legalidad de las fusiones apalancadas en nuestro ordenamiento jurídico.

Otra parte de la doctrina entendía que, pese a no tratarse de un supuesto de asistencia financiera, la articulación de una operación de FMLBO suponía la existencia de fraude de ley ex artículo 6.4 CC por lo que la operación era de nuevo no válida en Derecho. Esta última parte de la doctrina hallaba en la operación de fusión apalancada una forma de obtener un resultado prohibido por el ordenamiento jurídico (esto es, la ayuda económica de una sociedad para la adquisición de sus propias acciones o participaciones). Ambos razonamientos tenían idéntica consecuencia: la nulidad de pleno derecho del negocio jurídico llevado a cabo y la responsabilidad derivada de los administradores en los términos marcados por la LSC.

Por otro lado, la postura contraria argumentaba la licitud del supuesto estudiado al considerar que los intereses que existían en juego, tanto de acreedores como de accionistas minoritarios, ya habían quedado adecuadamente protegidos por el régimen de fusión (a través del informe del experto independiente para el caso de los intereses accionariales, y por medio del derecho de oposición a la fusión en cuanto a los derechos de los acreedores).

Además, se defendía que era necesario estudiar cada operación por separado pues no se tenía por qué producir, necesariamente, un perjuicio en el patrimonio de la sociedad, no resultando ni siquiera en dichos casos de aplicación la normativa. En cualquier caso, la postura de este sector doctrinal – siendo esta la más extendida – se fundamentaba en criticar el régimen de prohibición financiera recogido en nuestro ordenamiento, abogando, como se ha comentado con anterioridad en ese trabajo, por una interpretación más flexible del mismo. La doctrina ha llevado a cabo un análisis con el objeto de conocer hasta qué punto quedan los intereses de accionistas y acreedores realmente garantizados.<sup>37</sup> En este sentido, SEGISMUNDO ÁLVAREZ opina que no cabe duda en cuanto a que los intereses de los socios quedan totalmente garantizados gracias a la información previa y a las mayorías reforzadas. Sin embargo, pone de manifiesto el hecho

---

<sup>37</sup> Álvarez, S. “Fusión apalancada y asistencia financiera: el art. 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales”, *cit.* pp. 119 y ss.

de que los socios disconformes con la fusión pueden encontrar más difícil el ejercicio de la acción de responsabilidad contra los administradores.

Por otro lado, en cuanto a los intereses de los acreedores, el mismo autor defiende que, si bien poseen en su haber la facultad de instar el derecho de oposición, este tiene importantes límites manifestándose en la práctica como un derecho deficiente. Más es así cuando el acreedor es, además, un proveedor financiero. En estos casos, se puede ver ante la disyuntiva de ejercitar el derecho de oposición con la posibilidad de perder con ello un cliente para futuras operaciones. Finalmente, SEGISMUNDO ÁLVAREZ menciona otros intereses como los de los trabajadores o potenciales acreedores futuros que no quedan garantizados ni protegidos en el procedimiento de fusión y que debería ser tenidos en consideración.

En último lugar, atendiendo a la jurisprudencia no existen pronunciamientos del Tribunal Supremo que permitan resolver definitivamente la cuestión. Sin embargo, encontramos de interés el auto de la Audiencia Provincial de Madrid 1160/2007 de 9 de enero en el caso de la OPA de Endesa con adquisición de Gas Natural por medio del cual la sala concluye que no existe asistencia financiera “porque se trata de un proceso que ya contempla garantías específicas para acreedores y socios minoritarios.” En segundo lugar, en la misma línea situamos las decisiones de la CNMV pues directamente autorizan operaciones de fusión sin entrar a valorar la conformidad con la prohibición de asistencia financiera.<sup>38</sup>

En conclusión, tanto la doctrina mayoritaria como jurisprudencia (incluyendo decisiones de la CNMV) se han inclinado en una única dirección: admitir la licitud de las fusiones apalancadas al no concurrir asistencia financiera. Sin embargo, el debate ha sido amplio y en la práctica la cuestión ha seguido suscitando dudas.

Con la entrada en vigor de la LME se atisbaba una oportunidad de que las dudas e inseguridad jurídica que este tipo de operaciones traían consigo quedasen de una vez resueltas. Sin embargo, la nueva Ley, lejos de zanjar la controversia, no ha hecho sino

---

<sup>38</sup> Véase Grima, J. “La compraventa apalancada de sociedades antes y después del artículo 35 de la Ley 3/2009, de 3 de abril, de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles”, *cit.* 341 y ss.

crear mayor incertidumbre, no satisfaciendo las expectativas de los operadores jurídicos en numerosos aspectos.<sup>39</sup>

#### **4. LA NUEVA REGULACIÓN: LME**

##### **4.1 Introducción**

La Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales de las sociedades fue finalmente publicada el 4 de abril de 2009 después de un largo trámite parlamentario<sup>40</sup> y despertando a su paso numerosas críticas.

Tanto es así que, si bien la doctrina la ha calificado como un hito histórico, dada la importancia del texto, también la considera una oportunidad desaprovechada.<sup>41</sup> Otros autores<sup>42</sup>, la consideran directamente una norma fallida, y resumen en tres las principales críticas que han surgido en la doctrina:

En primer lugar, parte de la doctrina basa su crítica en la técnica que ha seguido el legislador en la redacción del texto. Así, frente a la tradición de regular cada uno de los tipos societarios en normas específicamente promulgadas para ese tipo societario, la nueva Ley persigue regular las modificaciones estructurales de sociedades acogiendo en un mismo texto la regulación de todos los tipos sociales.

En segundo lugar, otra parte de la doctrina critica que se incluyeran en el texto y, por tanto, que se acogiesen dentro del régimen excepcional de sucesión universal con las consecuencias que ello conllevaba en cuestiones como en la sustitución del consentimiento individual en la novación de contratos, actuaciones como la cesión de activos y la cesión de pasivos.

---

<sup>39</sup> Grima, J. “La compraventa apalancada de sociedades antes y después del artículo 35 de la Ley 3/2009, de 3 de abril, de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles”, *cit.* pp. 341 y ss., y Vives, F. y Tapias, A. “La Ley de Modificaciones Estructurales: Una norma técnicamente fallida.” *Revista InDret*, vol. 4, 2013, Barcelona.

<sup>40</sup> El largo proceso parlamentario dio comienzo el 19 de mayo de 2008 - prácticamente un año antes de la aprobación de la Ley - y fue objeto de un total de 152 enmiendas (107 en el CD y 25 en el Senado).

<sup>41</sup> Chuliá, V. “Opciones de la Ley”, *Revista del colegio notarial de Madrid*, *cit.* pp. 10 y ss.

<sup>42</sup> Vives, F. y Tapias, A. “La Ley de Modificaciones Estructurales: Una norma técnicamente fallida”, *cit.*

Finalmente, las críticas más severas se han fundamentado en las incongruencias y carencias técnicas de las disposiciones recogidas en la Ley.

Se hace en este punto necesario el análisis del art. 35 LME que, bajo la rúbrica de “fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente”, regula por primera vez en nuestro ordenamiento jurídico la operación de *Forward Merger LBO*.

## **4.2 El art. 35 LME**

### ***4.2.1 Introducción***

Para entender el contenido que recoge hoy el art. 35 LME, primero debemos estudiar cómo se recogía esa misma norma en el Anteproyecto de la LME<sup>43</sup>. Cabe comenzarse apuntando que en dicho texto se pretendió, siguiendo la corriente a favor de la flexibilización del régimen de asistencia financiera que se venía demandando tanto por la doctrina como en países de nuestro entorno a raíz de la comentada Segunda Directiva, que las operaciones de fusión apalancada no se considerasen contrarias a derecho por constituir supuestos de asistencia financiera prohibida.

Con este fin, en el art. 33 del Anteproyecto se incluyó una redacción muy similar a la que recoge hoy el art. 35 LME, pero con una diferencia fundamental, pues no se incluía el pronunciamiento de experto acerca de la concurrencia o no de asistencia financiera. Dicho art. 33 del Anteproyecto se mantuvo, sin embargo, en sus mismos términos en el Proyecto de Ley de 30 de mayo de 2008. En este tiempo, prácticamente toda la doctrina coincidía en que excluir a la fusión apalancada del régimen aplicable a la asistencia financiera era la mejor opción.

No obstante, la dilatada tramitación parlamentaria del texto fue modificando aquel art. 33 del Anteproyecto hasta lo que hoy conocemos como el art. 35 LME. La inclusión del famoso informe de experto valorando la existencia o no de asistencia financiera fue introducida por enmienda del Grupo Popular en el Senado, planteando con su

---

<sup>43</sup> Propuesta de Anteproyecto de Ley sobre modificaciones estructurales de sociedades mercantiles, aprobado por la sección segunda de Derecho Mercantil en la sesión del 27 de marzo de 2007. (Puede consultarse en: <https://bit.ly/2FTJ3SU> , último acceso 07/03/2019)



incorporación importantes problemas interpretativos. Parece intuirse que la finalidad que perseguía el legislador con esta modificación era someter a este tipo de operaciones a juicio independiente de experto debido a la potencial peligrosidad que para la estabilidad financiera de la sociedad adquirida<sup>44</sup> estas operaciones pueden comportar.

Sin embargo, la incorporación de la necesidad de este informe ha hecho despertar críticas de casi toda la doctrina. Algunos autores<sup>45</sup> consideran al art. 35 LME como una norma “suicida” (destruye lo que pretende regular) pues ante la taxativa prohibición de asistencia financiera que establece la LSC, el experto tendría que determinar en su informe que existe asistencia financiera desde el momento en el que la deuda se devuelva con cargo al patrimonio de la sociedad adquirida.

#### **4.2.2 Contenido material del precepto**

El art. 35 LME regula el supuesto de fusión apalancada en los siguientes términos<sup>46</sup>:

En caso de fusión entre dos o más sociedades, si alguna de ellas hubiera contraído deudas en los tres años inmediatamente anteriores para adquirir el control de otra que participe en la operación de fusión<sup>47</sup> o para adquirir activos de la misma esenciales para su normal explotación o que sean de importancia por su valor patrimonial, serán de aplicación las siguientes reglas:

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

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

3.<sup>a</sup> 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.

---

<sup>44</sup> Álvarez, S. “Fusión apalancada y asistencia financiera: el art. 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales”, *cit.* pp. 119 y ss.

<sup>45</sup> Véase, de nuevo, Chuliá, V. “Opciones de la Ley”, *cit.* 10 y ss.

<sup>46</sup> De nuevo, Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales de sociedades mercantiles (BOE 4 de abril de 2009).

<sup>47</sup> El precepto no se refiere a qué entiende por control de una sociedad. Álvarez (2010) entiende que posee el control quien ostenta más del 50% de los derechos de voto, pero también quién posee el control efectivo, por lo que habrían de aplicarse las presunciones del artículo 42.1 CCom.

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

De la lectura literal del precepto podemos destacar que la norma se centra únicamente en fusiones donde la sociedad adquiriente “hubiera contraído deudas en los tres años inmediatamente anteriores para adquirir el control de otra que participe en la operación de fusión o para adquirir activos de la misma esenciales para su normal explotación o que sean de importancia por su valor patrimonial”.

Recoge, por tanto, la norma, no solo el supuesto de que se hayan contraído deudas para tomar el control de la otra sociedad sino también aquellas que permitan la adquisición de activos esenciales para la normal explotación o de especial importancia para el valor patrimonial de la *sociedad target*. La cuestión resulta aquí de obligada consideración: ¿qué se entiende por haber contraído deudas?

Parte de la doctrina entiende<sup>48</sup> que, tanto por la utilización literal del término “deudas”, como por la redacción general de la norma, el concepto de deuda ha de ser entendido, únicamente, como obligación de dar en este caso dinero. La propia norma deja claro que no nos encontramos ante un precepto que se aplica a hechos anteriores a la fusión, sino que, precisamente, la existencia de unos hechos anteriores, esto es, la asunción de deudas, hacen aplicable este régimen a un especial supuesto de fusión. Sin embargo, de la lectura del artículo surgen diferentes dudas doctrinales acerca de la naturaleza de dicho endeudamiento, que a continuación se resumen.<sup>49</sup>

En primer lugar, cabe apreciarse que el precepto no se pronuncia acerca de la relevancia que debió tener el endeudamiento para la sociedad deudora, sino que simplemente se limita a recoger que, para que nos encontremos dentro del supuesto regulado la norma, la asunción de dichas deudas ha tenido que llevarse a cabo con un alguna finalidad determinada: (i) bien lograr el control de la otra sociedad, (ii) bien

---

<sup>48</sup> López Mateo, M.A. “Asistencia Financiera: análisis y crítica del derecho vigente. Ley 3/2009”, *Revista de Derecho Mercantil*, nº 272, 2009, pp. 541 y ss. y Yuste, G. “El impacto de la Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales de sociedades mercantiles en la financiación de adquisiciones apalancadas”, *Revista Española de Capital Riesgo*, nº 4, 2009, p. 43. Recuperado de: <https://www.araozyrueda.com/publicaciones/el-impacto-de-la-ley-32009-sobre-modificaciones-estructurales-de-las-sociedades-mercantiles-en-la-financiacion-de-adquisiciones-apalancadas/>

<sup>49</sup> Se sigue el esquema planteado por Acitores, S. “La prohibición de asistencia financiera en sede de fusiones apalancadas”, *Revista Española de Capital Riesgo*, nº3, 2014, Madrid, p. 23.

adquirir activos esenciales para su explotación<sup>50</sup> o (iii) bien adquirir activos de importancia para su valor patrimonial.

El hecho de que el artículo se fije en la finalidad con la que se obtuvo la deuda parte de un indicio que no necesariamente ha de cumplirse, pues no todas las deudas se contraen obligatoriamente con una finalidad determinada. Rápidamente, podemos pensar en supuestos en los cuales no resulta sencillo revisar el destino de los fondos recibidos, e incluso en supuestos en los que la deuda no se contrae con una finalidad determinada, sino que la sociedad en cuestión recibe dichos fondos y los reserva a actuaciones genéricas o de carácter indeterminado. En cualquier caso, en estos supuestos lo determinante será que la financiación obtenida se haya utilizado para la adquisición, no resultando vinculante la finalidad con la que, a priori, se contrajo la deuda.

En segundo lugar, surge la duda de la fecha a partir de la cual deben tomarse en cuenta los tres años de plazo anteriores a la fusión. En este sentido, puede entenderse desde la inscripción de la fusión en el Registro Mercantil o desde la fecha de suscripción del proyecto de fusión. La doctrina considera a la segunda opción como la más razonable pues es desde ese momento – esto es, momento en el que se suscribe el proyecto de fusión – cuando se comienza a valorar la fusión estudiando, consiguientemente, si el art. 35 LME resulta de aplicación.

En tercer lugar, el legislador no se pronuncia acerca de la cuantía o entidad del endeudamiento. Parece lógico que si lo que la norma pretendía evitar es el altísimo grado de apalancamiento de las que estas operaciones eran objeto antes de la nueva regulación, se debería haber incluido alguna cuantía mínima que determinase a partir de qué cantidad era de aplicación el art. 35 LME. De esta forma, tal y como está dispuesto actualmente en la Ley, no existirá diferencia entre dos deudas, imaginemos una de 10.000€ y otra de 10.000.000€, en cuanto a la aplicación del artículo 35 LME, lo que puede resultar injustificado.

---

<sup>50</sup> Parte de la doctrina entiende, veáse en este sentido Vives, F. y Tapias, A. “La Ley de Modificaciones Estructurales: Una norma técnicamente fallida.” *InDret: Revista para el Análisis del Derecho*, vol. 4, 2013, Barcelona, p. 35, que el legislador no debería haber recogido indistintamente en la norma dos supuestos, como son la toma de control de una sociedad y la adquisición de activos esenciales para su explotación, con consecuencias jurídicas tan diferentes, debiéndose haber tratado cada supuesto de forma distinta.

En cuarto lugar, la norma no hace distinción entre aquellas deudas que al tiempo de la fusión hubiesen sido ya reintegradas de aquellas que se mantuviesen “vivas”. La norma presume que, efectivamente, en el momento de la fusión el endeudamiento se mantiene “vivo” pero cabe plantearse qué ocurriría en el caso de que no fuese así y la deuda hubiese sido ya satisfecha de vuelta. La doctrina postula que no cabe excluir del régimen especial aquellas deudas que ya hubiesen sido efectivamente reintegradas dada debida cuenta de la literalidad del precepto estudiado.<sup>51</sup>

Finalmente, el artículo 35 LME no se preocupa por el origen de la financiación. De esta forma, los sujetos financiadores podrán no tratarse únicamente de entidades financieras sino también de personas jurídicas de cualquier categoría, incluso personas físicas.

En cualquier caso, una vez se cumplan alguno de los requisitos que recoge el supuesto planteado en la norma, resultarán de aplicación una serie de reglas de contenido informativo que estudiamos a continuación.

Las dos primeras reglas se basan en una serie de particularidades informativas que tanto el proyecto de fusión, por un lado, como el informe de los administradores, por otro lado, deben contener. El legislador trata de dotar de una mayor claridad y justificación a la operación mediante la inclusión de especiales informaciones que no se recogen en otras operaciones de fusión a fin de reforzar los derechos de voto y oposición de socios y acreedores de la target, respectivamente hablando.

De esta manera, la responsabilidad de los administradores se ve acrecentada al configurársele nuevas obligaciones en cuanto a la elaboración de un informe razonado en relación a los motivos que han llevado a la toma de control de la sociedad objetivo y en cuanto a la realización de un plan económico-financiero que justifique la viabilidad de la operación expresando los recursos que se van a utilizar a tal efecto. Como veremos posteriormente, esta parte del informe de los administradores podrá ser uno de los elementos de juicio relevantes a la hora de determinar si ha habido o no asistencia

---

<sup>51</sup> A este respecto, Sánchez-Calero, J. y Fernández, I. “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (Oportunidad y acierto del art. 35 LME)”, *cit.* p. 121.

financiera, explicando en definitiva cuales han sido los motivos empresariales que han justificado la fusión.

Además, en relación a las deudas contraídas para la adquisición de la sociedad objetivo, el proyecto de fusión deberá recoger los recursos y plazos previstos para su satisfacción. La finalidad de esta obligación es, como señala la doctrina<sup>52</sup>, explicar la forma (recursos y plazos) en la que la deuda va a ser repagada al ente financiador. Lo normal en estos casos es incluir en el proyecto de fusión un cuadro unificado que contengan, por un lado, los pagos de capital e intereses y, por otro, los flujos de caja previstos para los años en los que se va a ir repagando la deuda.

Sin embargo, es la tercera regla recogida en el citado artículo la que ha sido objeto de mayor debate doctrinal al requerir esta un informe de experto independiente que se pronuncie acerca de si existe o no asistencia financiera. Lejos de paliar la controversia que venía dándose en la doctrina en cuanto a la licitud de las fusiones apalancadas por su relación con el régimen de asistencia financiera, es en este punto donde la norma ha incrementado las dudas. De esta forma, todo parece indicar que el experto independiente determinará que, al estar hablando de una FMLBO, la deuda va a ser amortizada con cargo al patrimonio de la sociedad fusionada, concurriendo, por tanto, asistencia financiera, por lo que la operación no será lícita y no podrá inscribirse como tal.

Algunos autores han recogido<sup>53</sup> las diferentes posturas doctrinales que han surgido a raíz de la necesaria interpretación de este último apartado del art. 35 LME, que explicamos a continuación.

Una parte de la doctrina defiende que el art. 35 LME es simplemente una complementación a la prohibición de asistencia financiera regulada en los arts. 143.2 y 150 LSC. En este sentido, según esta corriente doctrinal, una fusión apalancada solo será lícita cuando se enmarque dentro de las excepciones que recoge el artículo 150 (apartados 2 y 3) o si concurre un motivo económico válido. A este respecto, el traslado del coste de

---

<sup>52</sup> Véase, entre otros, Grima, J. “La compraventa apalancada de sociedades antes y después del artículo 35 de la Ley 3/2009, de 3 de abril, de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles”, *cit.* 341 y ss.

<sup>53</sup> De nuevo, Grima, J. “La compraventa apalancada de sociedades antes y después del artículo 35 de la Ley 3/2009, de 3 de abril, de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles”, *cit.* 341 y ss.

adquisición sobre el patrimonio de la *sociedad target* no se considerará motivo válido. En definitiva, los defensores de esta postura entienden que el art. 35 LME incrementa aún más los requisitos para lograr que una operación de fusión apalancada se considere lícita. De esta forma, no solamente será necesario no incurrir en supuesto de asistencia financiera según los arts. 143.2 y 150 LSC, sino que además se deberán cumplir los requisitos informativos del art. 35 LME para que finalmente la operación sea válida en Derecho.

Sin embargo, otra parte de la doctrina argumenta que el art. 35 LME es la definitiva confirmación de la licitud de las operaciones de fusión apalancada. Así, el art. 35 LME consagra la inexistencia de asistencia financiera en estos especiales supuestos de fusión. Evidentemente, para esta parte de la doctrina, muy crítica con el régimen de asistencia financiera de la LSC, estas operaciones han sido siempre válidas al estar los derechos de socios y acreedores ya protegidos por los propios mecanismos del régimen de fusión. De esta forma, el art. 35 LME además de confirmar la licitud de las fusiones apalancadas pues las regula y no prohíbe, recoge unos nuevos requisitos de carácter informativo.

Una tercera línea doctrinal apunta que el art. 35 LME no es sino una excepción al régimen de asistencia financiera recogido en la LSC. De esta forma, las fusiones apalancadas son válidas aún cuando concurra asistencia financiera pues se entiende que el art. 35 las autoriza expresamente, siempre que se cumplan los requisitos reforzados de carácter informativo para accionistas y acreedores recogidos en la norma.

Finalmente, una cuarta postura doctrinal aboga por considerar las circunstancias de cada caso, de forma que se determine si concurre o no asistencia financiera en función de las mismas. Para esta parte de la doctrina el art. 35 LME permite interpretar, a través del informe de experto, las circunstancias de cada supuesto. Además, para esta corriente el traslado del coste de la deuda sobre el patrimonio de la *sociedad target* no supondrá, por sí mismo, asistencia financiera prohibida, sino que habrá que atender a todas las circunstancias del caso. De esta forma, las circunstancias que harán posible que no se aprecie asistencia financiera prohibida pasarán, entre otras, por determinar que la capacidad de la *sociedad target* en cuanto a su actividad empresarial no se ha visto comprometida.

Las numerosas y diferentes posturas doctrinales no hacen sino confirmar la idea de que, más que solucionar, el art. 35 LME ha creado mayores problemas. En la redacción actual el legislador podría haber tenido a bien recoger en qué casos concurre y en qué casos no concurre asistencia financiera prohibida. Sin embargo, la norma se limita a exigir el informe de experto independiente para que sea ese experto, y no la propia norma, quién determine si existe o no de asistencia financiera. Es, a todas luces, ilógico que cada vez que se cierre una operación de fusión apalancada tenga que pronunciarse un experto sobre esa operación en concreto<sup>54</sup>. Las operaciones de LBO son de sobra conocidas en cuanto a su funcionamiento y al inherente traslado del coste de la deuda sobre el patrimonio de la *sociedad target* que comportan. Pensamos que con la actual redacción del art. 35 LME el legislador pierde una gran ocasión de saldar de una vez por todas el debate acerca del régimen de asistencia financiera y su relación con las fusiones apalancadas. En cuanto a las cuatro posturas doctrinales propuestas entendemos que el legislador ha querido supeditar la concurrencia de asistencia financiera a las circunstancias del caso. Dichas circunstancias deberán ser tenidas en cuenta por el experto en la elaboración de su pronunciamiento.

Podríamos concluir que se admite la fusión apalancada, que, si se dan los requisitos del art 35 LME, deberán cumplirse formalidades adicionales de información pero que el cumplimiento de las mismas no implica por si misma la validez de la fusión, a salvo el criterio de la asistencia financiera.<sup>55</sup> En definitiva, el problema de la asistencia financiera en las fusiones apalancadas deberá estudiarse caso por caso. En este sentido, “para que una fusión apalancada sea válida deberá contener una previsión razonable de generación de recursos libres suficientes para repagar la deudas sin alterar el normal funcionamiento de la sociedad adquirida y, ello, con independencia del elemento finalista o motivación de la fusión y, por tanto, de si la fusión apalancada estaba o no prevista al tiempo de contraerse la deuda que sirvió para adquirir la sociedad target, o bien deberá

---

<sup>54</sup> Así lo entiende Segismundo Álvarez en “Fusión apalancada y asistencia financiera: el art. 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales”, *cit.* pp. 119 y ss.

<sup>55</sup> González-Meneses, M. y Álvarez, S. *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*. 2ª ed. Madrid: Dykinson, 2014, p. 247

existir en la fusión apalancada un motivo empresarial distinto a la mera traslación de la deuda de la sociedad adquiriente a la sociedad target.”<sup>56</sup>

#### ***4.2.3 El informe de experto independiente***

Como se ha comentado, la tercera regla del art. 35 LME recoge la obligatoriedad de que un experto se pronuncie acerca de la operación. Dicho informe se dividirá en dos partes.

Por un lado, el experto deberá llevar a cabo un estudio acerca de la razonabilidad de la operación mediante el análisis tanto del proyecto de fusión como del informe elaborado por los administradores. En este punto, el experto deberá constatar que los datos de índole económico-financiero recabados por dichos documentos se ajustan a la realidad contable de la sociedad, y a los términos pactados con los sujetos financiadores. De esta forma, se valorará la viabilidad de la fusión en función de la capacidad de la sociedad resultante de la fusión de satisfacer la deuda contraída previamente.

Por otro lado, como se ha mencionado, la norma postula que el experto deberá determinar además si existe asistencia financiera. Parece por tanto entenderse que la Ley contempla la posibilidad de que existan fusiones apalancadas provistas de asistencia financiera y fusiones apalancadas en las que no concurra asistencia financiera. En nuestra opinión este razonamiento resulta carente de sentido pues como se ha comentado *supra*, el funcionamiento de una operación de fusión apalancada lleva aparejado un traslado del coste de la deuda sobre el patrimonio de la sociedad fusionada, y consecuentemente de la *sociedad target*, por lo que asistencia financiera existirá siempre. Además, el propio artículo añade otra dificultad al no especificar qué circunstancias o elementos deben ser tenidos en cuenta para determinar la existencia de asistencia financiera. Parece claro pensar que más que sobre cuestiones de índole jurídica, el pronunciamiento deberá basarse sobre cuestiones de índole económica. Dicha conclusión se extrae del hecho de

---

<sup>56</sup> Grima, J. “Seguridad jurídica, inversión y compraventa apalancada de empresas”, *Artículos de opinión Cuatrecasas Gonçalves Pereira* n. 22, 2016. Recuperado de: [https://www.cuatrecasas.com/es/actualidad/0/seguridad\\_juridica\\_inversion\\_y\\_compraventa.html](https://www.cuatrecasas.com/es/actualidad/0/seguridad_juridica_inversion_y_compraventa.html) (último acceso 10/3/2018).



que el pronunciamiento del experto deba basarse en documentos de esa misma índole (proyecto de fusión e informe de administradores).

En cualquier caso, la polémica inclusión de dicho requerimiento nos lleva a preguntarnos cómo debe valorar el experto la fusión para fundamentar su pronunciamiento. La doctrina recoge tres posibles posturas a este respecto.<sup>57</sup>

En primer lugar, el experto puede considerar que existe un error de redacción en la norma al tener que pronunciarse sobre algo (asistencia financiera) que inevitablemente va a sucederse por la propia naturaleza de la operación. En este caso, el experto irremediablemente confirmará que existe asistencia financiera si bien no especificará si esta es prohibida o no, al no exigir la Ley dicha mención.

Otra opción pasaría por entender que lo que la Ley trata de dirimir con dicho pronunciamiento es la eventual existencia de asistencia financiera pero no en el trascurso de la fusión, sino en otra operación diferente. Es decir, según esta postura el experto deberá estudiar si existió asistencia financiera previamente a la fusión, en la operación de adquisición o en el endeudamiento.

Como puede observarse, la inclusión de este pronunciamiento sobre asistencia financiera en el art. 35 LME ha traído consigo un mar de dudas. La redacción del artículo en este aspecto es muy poco clara y da lugar a, como se ha visto, diferentes interpretaciones en cuanto al camino que ha de seguir el experto en su análisis sobre la asistencia financiera.

Dejando de lado el contenido literal del artículo 35 LME otra cuestión originadora de problemas emerge: ¿es un experto independiente la persona más adecuada para pronunciarse acerca de la existencia de asistencia financiera?

La doctrina, considera incierto el hecho de que sean expertos independientes quién se hayan de pronunciar sobre la asistencia financiera de la operación. Parece razonable pensar que, si el pronunciamiento debe basarse en un juicio de contenido jurídico, que no es otro que la posible aplicación de la prohibición contenida en los arts.

---

<sup>57</sup> Ver, nuevamente, Acitores, S. “La prohibición de asistencia financiera en sede de fusiones apalancadas”, *cit.* p. 28.

143.2 y 150 LSC a la operación en cuestión, sea una persona con formación jurídica la que otorgue el pronunciamiento. Los expertos independientes si bien poseen una formación económico-financiera y contable, que sí les permite analizar la razonabilidad del proyecto de fusión e informe de administradores, carecen de la formación jurídica necesaria para valorar la eventual aplicación de la prohibición. Quizás, como menciona SEGISMUNDO ÁLVAREZ, hubiera sido más conveniente que los expertos independientes lejos de valorar si es de aplicación la prohibición de asistencia financiera, se pronunciasen en otros términos, como por ejemplo valorando si de acuerdo a su estudio la fusión supondría un debilitamiento contable de la *sociedad target*, o si existiría riesgo para la sociedad de sobreendeudarse si se acomete la operación.

La doctrina también coincide en que debido a la pobre técnica legislativa utilizada en la elaboración de este artículo, habrán de ser nuestros Tribunales – con su formación jurídica – los que, en última instancia, se pronuncien acerca de si existe o no asistencia financiera. En cualquier caso, de existir juicio negativo del experto independiente en cuanto a la asistencia financiera y antes del control a posteriori de nuestros Tribunales, cabe plantearse que sucederá a efectos notariales y registrales con la escritura de la fusión. Así, son varios los motivos que nos llevan a pensar que parece excesivo que los notarios y registradores puedan paralizar la operación. En primer lugar, de nuevo, la falta de claridad del precepto en cuanto a la determinación de asistencia financiera a secas o no prohibida dificulta la labor al cuerpo de notarios y registradores pues, como se ha comentado, si el juicio ha de basarse en la existencia de asistencia financiera, esta va a concurrir siempre en una operación de fusión apalancada. En este mismo sentido, los precedentes legislativos de la norma siguen esa misma dirección pues ya la enmienda trató de que el pronunciamiento se refiriera a “ausencia” de AF, que posteriormente se modificó por “existencia” de AF, lo que visiblemente demuestra que lo que se perseguía era un juicio de los expertos independientes meramente informativo. Finalmente, si los notarios y registradores tuviesen la facultad de paralizar la fusión en vista del juicio de los expertos independientes, se les estaría atribuyendo a estos últimos una función jurisdiccional. Dicha atribución resulta del todo ilógica en nuestro ordenamiento jurídico dada cuenta de la inoperabilidad jurídica de los expertos independientes y de la

inconstitucionalidad que supondría, primero en sí misma y segundo por no recoger ningún mecanismo de recurso.<sup>58</sup>

## **5. REPERCUSIÓN CONCURSAL DE LAS FUSIONES APALANCADAS**

### **5.1 Introducción**

En concreto, en las operaciones de FMLBO el principal problema surgirá cuando los flujos de caja generados por la sociedad resultante de la fusión no sean suficientes para satisfacer la deuda contraída por la sociedad adquiriente. Este extremo sucederá cuando la realidad no se ajuste a las previsiones en base a las cuales se calculó el endeudamiento y su posterior repago. Tanto es el potencial riesgo de concurso que existe en ese tipo de operaciones que las siglas LBO se han “traducido” históricamente, no de forma poco irónica, como *Large Bankruptcy Opportunity*.

En definitiva, en el momento en el que comience a plantearse una eventual situación de concurso en el marco de una fusión apalancada dos importantes cuestiones surgirán. Por un lado, debe estudiarse la posibilidad de considerar la fusión como un acto perjudicial para la masa, lo que implicaría la posibilidad de ejercitar una acción de rescisión contra la misma. Por otro lado, si finalmente el concurso se produce deberán valorarse aquellos acuerdos y contratos de financiación adoptados al tiempo de realizar la operación, teniendo en cuenta las preferencias acordadas en aquel momento.

### **5.2 La fusión como acto perjudicial para la masa**

Atendiendo a la primera problemática en cuestión, resulta de aplicación lo dispuesto en el art. 71.1 LC.<sup>59</sup> Dicho artículo permite la rescisión de operaciones realizadas por el deudor si son perjudiciales para la masa activa del concurso y siempre que hayan sido realizadas en los dos anteriores a la declaración del concurso.

Por tanto, se exige que el sujeto realizador del acto sea perjudicial para la masa sea el deudor y no un tercero. Esta afirmación, habrá de ser matizada en supuestos como en los de las fusiones apalancadas en donde la sociedad concursada – esto es, la sociedad

---

<sup>58</sup> Acitores, S. “La prohibición de asistencia financiera en sede de fusiones apalancadas”, cit. p 32.

<sup>59</sup> Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal (BOE 10 de julio de 2003)

resultante de la fusión – no fue inicialmente la deudora de los préstamos que ahora se le reclaman. En estos casos deberán valorarse las operaciones en su globalidad. Además, según la doctrina<sup>60</sup> el perjuicio deberá determinarse en relación al momento en el que la fusión se realizó y no en relación al momento en el que se pretende ejercitar la acción rescisoria.

Resulta cierto que este es el camino correcto, pues si fuese de otra manera – y se pudiera determinar el perjuicio en el momento de ejercer la acción – este existiría siempre llegada una situación de concurso de acreedores. Además, no se exige intención de fraude para poder rescindir, pero su influencia si será crucial a la hora del pronunciamiento estimatorio sobre la acción.

Por otro lado, de conformidad con lo expuesto en el art. 47 LME muy ninguna fusión puede ser impugnada tras su inscripción cuando esta “se haya realizado de conformidad con las previsiones de esta Ley” quedando a salvo, además, “los derechos de los socios y de los terceros al resarcimiento de los daños y perjuicios causados”.

De esta forma, por un lado, parece entenderse que no existen motivos para pensar que la fusión no pueda ser objeto de una acción de rescisión, si se cumplen los requisitos del art. 71.1 LC, mientras que, por otro lado, si la fusión ha sido inscrita, estará protegida por el art. 47 LME, siempre que se hayan cumplido las previsiones de esa Ley.

De otro lado, es evidente que el art. 47 genera dudas al no concretar las causas que puedan provocar que la regla general – esto es, la no impugnación de las fusiones inscritas – quede sin efecto viéndose desplazada por la existencia de vicios o irregularidades que abran la posibilidad de una sentencia declarativa de la nulidad de la operación.

En este sentido, se ha dado una interpretación correctora a esta norma de forma que serán atacables los acuerdos de fusión que contuviesen vicios no susceptibles de

---

<sup>60</sup> Pérez, J. “El perjuicio patrimonial y la posibilidad de rescisión independiente de las garantías en el concurso”, *boletín de Derecho Mercantil*, 2012 (recuperado de <https://elderecho.com/el-perjuicio-patrimonial-y-la-posibilidad-de-rescision-independiente-de-las-garantias-en-el-concurso> último acceso 15/03/2019).

detección por parte de los Registradores. *A sensu contrario*, si existen irregularidades que sí debieron ser calificadas por el Registrador la fusión inscrita será inatacable.<sup>61</sup>

En cualquier caso, la importancia de la posible rescisión de la operación radica en si la fusión resultó perjudicial para la masa. Resulta, por tanto, de especial importancia delimitar qué se entiende por “perjudicial para la masa”. Algunos autores engloban bajo el término de “perjudicial” aquellos actos llevados a cabo por el deudor que entrañen una disminución del patrimonio o que impidan un aumento de este.

Analizando de nuevo la cuestión desde el punto de vista de las fusiones apalancadas, debemos recordar que, al igual que la sociedad adquirente contrae las obligaciones de la sociedad que adquiere por el principio de sucesión universal, deberá analizarse el activo de la sociedad adquirente a fin de conocer si este era suficiente para soportar la deuda acaecida para la fusión. Una parte de la doctrina considera probado el perjuicio en el momento en el que la administración del concurso pruebe que, de no haber existido el acto que se quiere impugnar, el valor de la masa activa hubiera sido mayor.<sup>62</sup>

Por otro lado, otros autores consideran que es, en todo caso, conveniente un estudio sobre las causas de insolvencia a la hora de analizar la posibilidad de ejercitar una acción de rescisión. La necesidad de este estudio viene determinada por las complejidades que entrañan este tipo de operaciones, no resultando conveniente valernos meramente del criterio que establece que se ha producido un perjuicio en el momento en el que exista una disminución del patrimonio o se haya imposibilitado el crecimiento de este.

En definitiva, parece razonable pensar que un análisis detallado sobre las causas que llevaron a los problemas de insolvencia permitiría valorar más adecuadamente la viabilidad de una eventual acción de rescisión.

---

<sup>61</sup> Entre otros, Sánchez-Calero, J. y Fernández, I. “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (Oportunidad y acierto del art. 35 LME)”, *cit.* pp. 148 y Benjumea, V. *La acción de reintegración concursal*, Tirant lo Blanc, 2008, Valencia.

<sup>62</sup> Entre otros, Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (Oportunidad y acierto del art. 35 LME), *cit.* y Benjumea, V. *La acción de reintegración concursal*, Tirant lo Blanc, 2008, Valencia.

### 5.3 La acción de rescisión en una fusión apalancada

Ahora bien, pese a la firmeza jurídica de la que goza la lógica expuesta en el punto anterior cabe preguntarnos si realmente resulta conveniente ejercitar una acción de rescisión en una operación de modificación estructural traslativa como es la fusión. Como se ha mencionado *supra*, una fusión implica la transmisión tanto del activo como del pasivo entre dos o más sociedades, dicha traslación de activo y pasivo hace necesario analizar las consecuencias que una eventual estimación de la acción de rescisión puede tener para los afectados. Dicho análisis nos permitirá reflexionar acerca de la procedencia o no, que una eventual acción de rescisión debe tener en el marco de una operación de fusión apalancada. A continuación, se van a analizar las dos posturas doctrinales mayoritarias en relación a la acción de rescisión de una modificación estructural.

#### 5.3.1 En contra de la rescindibilidad

Parte de la doctrina<sup>63</sup>, se posiciona en contra de la viabilidad de una acción de rescisión en sede concursal argumentando su postura en diferentes motivos.

Por un parte, como se ha mencionado anteriormente, debemos pensar en las consecuencias que traería consigo la prosperación de una acción de rescisión en el caso de una fusión apalancada.

A este respecto, debemos acudir al art. 73.1 LC que ordena la restitución de las prestaciones objeto de acto que se rescinde (el negocio jurídico de fusión) junto a los frutos e intereses que se hayan derivado del mismo.

A tenor de lo expresado en dicha norma una estimación de la acción de rescisión obligaría a las partes a restituir el precio pagado por el negocio de fusión que incorporaría, además, los frutos e intereses que se hayan podido devengar.

Sin embargo, los mayores problemas vendrían dados por la eventual restitución de la propiedad de las sociedades sujeto de la fusión, esto es, la *Sociedad Target* y la *Sociedad NewCo*. A este respecto, el vendedor debería recuperar la titularidad de las

---

<sup>63</sup> Cerdá, A. “Rescisión concursal y modificaciones estructurales traslativas (SJM 2 Las Palmas de Gran Canaria 12.12.2011)”, *Anuario de derecho concursal*, nº 27, 2012, pp. 387 y ss.

acciones de la *Sociedad Target*, mientras que al comprador se le debería restituir la titularidad de la Sociedad NewCo. Esto último supondría la reactivación de una sociedad extinguida en el tráfico jurídico que, consecuentemente, debería ser restituida en su patrimonio en todo aquello que transmitió a la sociedad adquiriente en el momento de la fusión. Resulta por tanto evidente que en la práctica una aplicación literal del art. 71.1 LC conduciría a significativas dificultades jurídicas. Evidentemente, dada la implicación patrimonial no solo de las sociedades participantes en la fusión sino también para terceros la solución de la rescisión se nos antoja extremadamente compleja.

Por otra parte, como recoge algún autor,<sup>64</sup> se viene haciendo referencia, para defender la no rescindibilidad de estas operaciones, al derecho de oposición a la modificación estructural que el art. 44 de LME se reconoce a los acreedores de la sociedad o sociedades implicadas en la fusión. La titularidad de dicho derecho la ostentan los acreedores de las sociedades que se fusionan cuyo crédito “hubiera nacido antes de la fecha de inserción del proyecto de fusión en la página web de la sociedad o de depósito de ese proyecto en el Registro Mercantil y que no estuviera vencido en ese momento”, y no se encontrase suficientemente garantizado.

El contenido de la norma confiere la facultad a dichos acreedores de ejercitar su derecho de oposición a la fusión hasta que tales créditos no les sean garantizados. Constituye, en definitiva, un importante mecanismo de defensa de los créditos de esos acreedores ante la eventualidad de una modificación estructural que pudiera afectar a tales créditos a través de una facultad de oposición a dicha modificación.

Las posiciones que se muestran en contra de la rescindibilidad ponen de manifiesto dicho artículo 44 LME argumentando su oposición a través del siguiente razonamiento<sup>65</sup>: si la modificación estructural no fue “impugnada” (a través del ejercicio

---

<sup>64</sup> García-Villarubia, M. “A vueltas con las acciones de reintegración concursal. ¿Es posible rescindir una modificación estructural traslativa?”, *El Derecho. Revista de Derecho Mercantil*, nº 8, 2013.

<sup>65</sup> Esta argumentación viene expresamente recogida por la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 2 de las Palmas 234/2011, de 12 diciembre que recoge A vueltas con las acciones de reintegración concursal. ¿Es posible rescindir una modificación estructural traslativa?, cit., y cuya resolución consideramos oportuno transcribir: “... los acreedores tenían el derecho de oponerse a la escisión, en los términos contemplados en el artículo 166 de la LSA. Por tanto, los acreedores, en caso de entender que la escisión podía perjudicar su derecho de crédito, contaron con el derecho antes citado, para oponerse y obtener las correspondientes garantías del pago. Sin embargo, ninguno de los acreedores de ROP, ni de la hoy concursada CRO, ejercitó este derecho, ni se opuso a la operación de escisión, consintiendo, por tanto, en

del derecho de oposición del art. 44) cuando se tuvo la oportunidad de hacerlo, no resulta “consistente” que se intente hacer ahora a través de una acción de rescisión por perjuicio a la masa activa, pues podría entenderse que se trata de una reactivación del derecho de oposición fuera de plazo.<sup>66</sup>

Algún autor de la doctrina que se posiciona en contra de la rescindibilidad en virtud del art. 47 LME, pone como ejemplo el modelo alemán que se basa en el principio de inmodificabilidad (Bestandsschutz) de las modificaciones estructurales inscritas.<sup>67</sup> En Alemania una vez haya sido inscrita la modificación estructural, se desestima cualquier acción que tenga como pretensión rescindir o impugnarla.

CERDÁ postula que lo relevante en el caso del art. 47 LME es la salvaguarda de la seguridad jurídica y la protección de las actuaciones jurídico-societarias inscritas, cuya rescisión supondría enormes dificultades en la práctica, como se ha comentado anteriormente.

También menciona el mismo autor a la doctrina italiana, la cual se muestra mayoritariamente en contra de la rescindibilidad y, por tanto, a favor de la inmodificabilidad de las operaciones efectivamente inscritas. En el caso italiano, la justificación descansa en la existencia de mecanismos que, previamente a la situación de concurso, ya protegen a los acreedores (derecho de oposición), de forma que no es necesario ningún remedio como el de la acción de rescisión en sede concursal.

Así, una vez inscrita la modificación estructural en Derecho Italiano solamente puede optarse por una indemnización por daños. Esta postura a favor de la no modificabilidad es mayoritaria en la doctrina italiana.

---

la formalización de la operación. Cuanto hemos dicho entra en profunda contradicción con la interposición de la presente demanda incidental por parte de la Administración Concursal. Esta demanda supuestamente persigue, o debería perseguir, que se dejen sin efecto determinados actos llevados a cabo por la entidad concursada, con el propósito de reintegrar bienes a la masa activa y así proteger los derechos de crédito de los acreedores del concurso. Sin embargo, los propios acreedores nunca formularon oposición al proyecto de escisión y consintieron en su formalización, por lo que resulta cuando menos contradictorio que, dos años después, sea la Administración Concursal quien impugne este acuerdo”.

<sup>66</sup> Ver A vueltas con las acciones de reintegración concursal. ¿Es posible rescindir una modificación estructural traslativa?, *cit.*

<sup>67</sup> A este respecto: Cerdá, A. “Rescisión concursal y modificaciones estructurales traslativas (SJM 2 Las Palmas de Gran Canaria 12.12.2011)”, *cit.* pp. 387 y ss.



### **5.3.2 A favor de la rescindibilidad**

De otro lado, la doctrina que se posiciona a favor de la rescindibilidad de las modificaciones estructurales<sup>68</sup> defiende la aplicación del art. 71 LC y no ve, en los razonamientos de la doctrina contraria a la rescisión, motivos de peso para impedir el ejercicio de la acción concursal.

De esta forma, en cuanto al argumento que postulan los contrarios a la rescisión en relación al art. 44 LME, pueda darse una situación tal que, en un primer momento, los acreedores no decidieron ejercitar su derecho a la oposición por que la operación resultaba por aquel entonces provechosa. Sin embargo, la operación que, a priori, parecía beneficiosa resultó finalmente perjudicial para la masa activa por lo que es ahora cuando los acreedores deciden rescindirla. De la misma manera, aunque con menos potencialidad en la práctica, podría existir un caso en el que todos los créditos de los acreedores estuviesen suficientemente garantizados y, en consecuencia, no concurriría derecho de oposición alguno aún cuando la operación hubiese resultado perjudicial para el patrimonio de la sociedad.

Además, los acreedores cuyos créditos hubieran nacido con posterioridad a la fusión tampoco tendrían derecho de oposición. Finalmente, en cuanto a la indemnización por daños adoptada por el sistema italiano y recogida también en el art. 47 LME, se critica el limitado plazo del que se dispone para su ejercicio (1 año).

En conclusión, la doctrina que se muestra a favor de la acción de rescindibilidad no encuentra motivo de peso en la argumentación planteada de contrario en relación al derecho de oposición del art. 44 LME.

Además, en cuanto a la inatacabilidad de las fusiones inscritas que recoge el ya comentado art. 47 LME, la misma parte de la doctrina argumenta que la norma incluida en la Ley Concursal (art. 73.1 LC) no deja de ser una norma especial que no se ve desplazada por el precepto del art. 47 LME. En este punto, se separa por un lado la acción de impugnación de la fusión por vicios o irregularidades (que no hayan sido susceptibles

---

<sup>68</sup> Por ejemplo, Beltrán, E. “Las modificaciones estructurales y el concurso de acreedores”, Anales de la Academia Matritense del Notariado, tomo 50 (ejemplar dedicado a curso 2009/2010), 2010, pp. 153 y ss

de detección por el Registrador) de la que hablamos antes, de la propia acción rescisoria en sede concursal, que nada tiene que ver.<sup>69</sup>

#### **5.4 Acuerdos y contratos previos**

Una segunda problemática en sede concursal de una FMLBO tiene que ver con los acuerdos y distintos contratos de financiación realizados en el momento de la operación y a las preferencias de cobro pactadas en dichos contratos. Los acuerdos y contratos previos a la declaración de concurso hacen nacer una serie de derechos y obligaciones para los intervinientes en el negocio de fusión, en dichas relaciones contractuales recogen las preferencias crediticias que se derivarían ante un eventual concurso de acreedores. Las dificultades afloran cuando las preferencias pactadas con los sujetos que financian la operación no se asemejen a los efectos y preferencias que se disponen en la Ley Concursal.

De hecho, el art. 91. 7º LC estipula que los créditos del acreedor a instancia del cual se declare el concurso tendrán el carácter de privilegiados hasta el cincuenta por ciento de su importe. Podría por tanto darse el caso de que fuese un acreedor junior quién declarase el concurso, en cuyo caso dicho crédito obtendría una preferencia en el orden de cobro superior a la que le correspondería en virtud de los contratos adoptados. En segundo lugar, el art. 92. 5º LC establece como créditos subordinados aquellos créditos de que fuera titular alguna de las personas especialmente relacionadas con el deudor. La Ley considera como personas especialmente relacionadas con el deudor<sup>70</sup> a los socios y sociedades pertenecientes al mismo grupo que la sociedad deudora por lo que, dentro de un supuesto de una operación de FMLBO, será importante recoger cláusulas en dichos contratos que permitan asegurar que el crédito no va a ser considerado subordinado a tenor de lo dispuesto en la Ley.

---

<sup>69</sup> De nuevo, A vueltas con las acciones de reintegración concursal. ¿Es posible rescindir una modificación estructural traslativa?, *cit.*

<sup>70</sup> La Ley Concursal también considera especialmente relacionados con el deudor a aquellos acreedores que ostenten un 10% o un 5% (si es cotizada) de participación en la sociedad concursada.

## 6. CONCLUSIONES

### 6.1 Primera.-

Podría decirse, en primer término, que late en el legislador español cierta desconfianza hacia la figura de las fusiones apalancadas. Mientras que el legislador en Derecho Comparado opta más bien por la admisión expresa de la fusión apalancada, el legislador español muestra cierta tibieza a la hora de regular expresamente su régimen jurídico.

Atendiendo en primer lugar a nuestros socios europeos, vemos como prácticamente la mayoría de países (Bélgica, Inglaterra, Italia, entre otros) han ido, con el tiempo, modificando sus regímenes con el objetivo de flexibilizarlo y de permitir, bajo ciertas circunstancias y con los pertinentes requerimientos, las fusiones apalancadas.

En principio, la idea de cierta bondad de la prohibición de la asistencia financiera resulta más evidente dentro de la específica normativa de las sociedades de capital. Y, en ese sentido, parecería como si fuera de ese ámbito concreto resultasen de menor utilidad, o, al menos de superior dificultad de aplicación, sobre todo cuando enfrentamos la prohibición a negocios jurídicos más complejos, entre los que se encuentra la fusión apalancada.

En ese sentido, podría decirse que la legislación confronta, por un lado, cierta desconfianza en este tipo de operaciones y, por otro lado, trata de no prohibirlas más allá de lo estrictamente razonable.

### 6.2 Segunda.-

Íntimamente relacionada con la anterior, el legislador trata de arbitrar en este conflicto de intereses que forman por un lado accionistas y acreedores de la *sociedad target* y, por otro lado, promotores de la fusión apalancada y financiadores.

Evidentemente, la ley ofrece a accionistas y acreedores el ejercicio de sus respectivos derechos durante el proceso de fusión a través de sus derechos de separación y oposición respectivamente.

Sin embargo, atendiendo a la complejidad de la situación en juego trata de reforzar el ejercicio de los derechos en juego profundizando en el ámbito de la información que tanto accionistas como acreedores deberán recibir a través de los respectivos proyectos de fusión, informe de administradores e informe de expertos independientes.

Entendemos que la clave, a la hora de valorar la bondad de una operación de esta índole reside fundamentalmente en que dicha información sea, en primer lugar, totalmente veraz y, en segundo lugar, totalmente descriptiva de las consecuencias que, de llevarse a buen fin, la fusión apalancada pueda acabar teniendo para todos los implicados.

De hecho, parecería que las obligaciones de información deberían ser suficientes a fin de regular el proceso de fusión. En ese sentido, consideramos que, como reiteradamente hemos expuesto a lo largo de este trabajo, la atribución al experto independiente de decidir acerca de la existencia o no de asistencia financiera no resulta oportuna.

### **6.3 Tercera.-**

De nuevo, íntimamente relacionada con la anterior, podríamos afirmar que el legislador ha adoptado un concepto abierto de asistencia financiera cuando lo procedente entiendo hubiese sido establecer un *numerus clausus* de situaciones consideradas dentro de la prohibición que, por otro lado, como cualquier otra norma prohibitiva, debieran ser interpretadas restrictivamente.

### **6.4 Cuarta.-**

Destacar, por otro lado, en un materia tan sujeta a interpretaciones la versatilidad de conceptos generales como el fraude de ley. Es decir, expresar la necesidad de utilizar conceptos situados en el Código Civil para resolver o interpretar situaciones del tráfico mercantil actual.

### **6.5 Quinta.-**

Siguiendo esta línea respecto a la interpretación de las situaciones jurídicas resaltar que en estos supuestos de fusiones apalancadas una buena parte del análisis tendrá que ver con el estudio de los aspectos financieros y contables de dichas operaciones. Es decir, la necesidad de valorar empresarialmente la bondad de una fusión, en el sentido de que no se plantea simplemente con la finalidad de obtener una financiación sobre la sociedad target, nos obligará a valorar otros planteamientos y objetivos empresariales de eficiencia empresarial hacia los que, en parte el legislador, y, en parte, cierta parte de la doctrina, muestran desconfianza.

### **6.6 Sexta.-**

La dificultad de resolver situaciones jurídicas complejas una vez ejecutada la fusión de las sociedades intervinientes. Nuestra impresión respecto a la cuestión es que el control de las actuaciones de los administradores de las sociedades intervinientes, a través de las correspondientes acciones de responsabilidad, podrán ser cauce adecuado del control de la legalidad prevista en el ordenamiento jurídico. En particular, respecto a los deberes que, como administradores, tienen respecto a accionistas y acreedores y, en cuanto a la veracidad de las datos y contenidos de sus informes.

### **6.7 Séptima.-**

Dado que el presente trabajo, y dentro de sus limitaciones se mueve en un ámbito especialmente teórico, resultarán de interés conocer en el futuro las posibles resoluciones judiciales que puedan aclarar aspectos un tanto controvertidos por la ley.

En ese sentido, sería deseable la revisión de aspectos no tan acertados del texto legislativo. A este respecto, tanto la figura y funciones del experto independiente como el concepto legal de asistencia financiera podrían ser regulados más ajustadamente en aras de una mayor seguridad jurídica.

## 7. BIBLIOGRAFÍA

Acitores, S. “La prohibición de asistencia financiera en sede de fusiones apalancadas”, *Revista Española de Capital Riesgo*, nº3, 2014, Madrid, pp. 3-33.

Álvarez, 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.

Bayona, R. (2000). La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias en las sociedades anónimas. (Tesis doctoral). Universidad de Alicante, Alicante, pp. 25-28.

Beltrán, E. “Las modificaciones estructurales y el concurso de acreedores”, *Anales de la Academia Matritense del Notariado*, tomo 50 (ejemplar dedicado a curso 2009/2010), 2010, pp. 157-163.

Benjumea, V. *La acción de reintegración concursal*, Tirant lo Blanc, 2008, Valencia.

Cerdá, A. “Rescisión concursal y modificaciones estructurales traslativas (SJM 2 Las Palmas de Gran Canaria 12.12.2011)”, *Anuario de derecho concursal*, nº 27, 2012, 387-428.

Chuliá, V. “Opciones de la Ley”, *Revista del colegio notarial de Madrid*, nº28, 2009, Madrid, pp.10-16.

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

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

Doce, S. y Nadal, G. “¿Es viable la neutralidad fiscal en las fusiones apalancadas?”, *Actualidad Jurídica Aranzadi*, nº 865, p. 6.

García-Cruces, J.A. “Comentario al art. 81 LSA”, *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, vol. 1, 2001, pp. 805-817.

García-Villarubia, M. “A vueltas con las acciones de reintegración concursal. ¿Es posible rescindir una modificación estructural traslativa?”, *El Derecho. Revista de Derecho Mercantil*, nº 8, 2013.

González-Meneses, M. y Álvarez, S. *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*. 2ª ed. Madrid: Dykinson, 2014, p. 247.

Grima, J. “La compraventa apalancada de sociedades antes y después del artículo 35 de la Ley 3/2009, de 3 de abril, de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles”, *Estudios de derecho mercantil: liber amicorum profesor Dr. Francisco Vicent Chuliá*, Tirant to Blanch, Valencia, 2013, pp. 347 341-366.

Grima, J. “Seguridad jurídica, inversión y compraventa apalancada de empresas”, *Artículos de opinión Cuatrecasas Gonçalves Pereira* n. 22, 2016. Recuperado de: [https://www.cuatrecasas.com//es/actualidad/0/seguridad\\_juridica,\\_inversion\\_y\\_compraventa.html](https://www.cuatrecasas.com//es/actualidad/0/seguridad_juridica,_inversion_y_compraventa.html) (último acceso 10/3/2018).

Ley 2/1995, de Sociedades de Responsabilidad Limitada (BOE 24 de marzo de 1995).

Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal (BOE 10 de julio de 2003).

Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales de sociedades mercantiles (BOE 4 de abril de 2009).

López Mateo, M.A. “Asistencia Financiera: análisis y crítica del derecho vigente. Ley 3/2009”, *Revista de Derecho Mercantil*, nº 272, 2009, pp. 541-618.

Martí, 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*, nº 276, 2010, pp. 607-608.

Palomero, A. y Sanz Bayón, P., “Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas”, *Aranzadi Civil- Mercantil, Revista doctrinal*, nº 3, Vol. 2, 2013, pp. 69-111.

Pérez, A., Contreras, B. & Álvarez, I. “La financiación de la adquisición de empresas. Financiación bancaria y vía mercado de capitales”, Jordano, M., Sebastián, R., *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas* 2016, Madrid, pp. 135-185.

Pérez, J. “El perjuicio patrimonial y la posibilidad de rescisión independiente de las garantías en el concurso”, boletín de Derecho Mercantil, 2012 (recuperado de: <https://elderecho.com/el-perjuicio-patrimonial-y-la-posibilidad-de-rescision-independiente-de-las-garantias-en-el-concurso> último acceso 15/03/2019).

Propuesta de Anteproyecto de Ley sobre modificaciones estructurales de sociedades mercantiles, aprobado por la sección segunda de Derecho Mercantil en la sesión del 27 de marzo de 2007. (Puede consultarse en: <https://bit.ly/2FTJ3SU> último acceso 07/03/2019).

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

Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (BOE 27 de diciembre de 1989).



Sánchez-Calero, J. y Fernández, I. “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (Oportunidad y acierto del art. 35 LME)”, *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil, Universidad Complutense de Madrid*, 2011, pp. 109-133.

Vaquerizo, A. *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, 2003, S.L. Civitas Ediciones, Madrid, pp. 532-536.

Vargas, C. “Los efectos jurídicos de la contravención de la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias”, *Estudios sobre el futuro Código Mercantil: libro homenaje al profesor Rafael Illescas Ortiz*. Madrid: Universidad Carlos III de Madrid, 2015, p. 967-988.

Vives, F. (2009). *La validez de las LBO en Derecho Español*. Universidad Pontificia de Comillas, Facultad de Derecho, Madrid, pp. 213-218.

Vives, F. y Tapias, A. “La Ley de Modificaciones Estructurales: Una norma técnicamente fallida.” *InDret: Revista para el Análisis del Derecho*, vol. 4, 2013, Barcelona.

Yuste, G. “El impacto de la Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales de sociedades mercantiles en la financiación de adquisiciones apalancadas”, *Revista Española de Capital Riesgo*, nº 4, 2009, pp. 39-49