



Trabajo de Fin de Máster

**Análisis de la Prohibición de
Asistencia Financiera en las
Adquisiciones Apalancadas (LBO)**

Gerard Buzzi Rodríguez

Profesor: David García-Ochoa Mayor

**Fecha
03/02/2020**

Índice

1. INTRODUCCIÓN	4
2. ADQUISICIÓN APALANCADA Y ASISTENCIA FINANCIERA	6
2.1 ADQUISICIÓN APALANCADA	6
2.2 ASISTENCIA FINANCIERA	12
3. RÉGIMEN DE LA ASISTENCIA FINANCIERA EN LAS ADQUISICIONES APALANCADAS CON FUSION EN ESPAÑA	18
3.1. PRECEDENTES	18
3.2 REGULACIÓN ACTUAL	20
3.3 CUESTIONES ABIERTAS EN LA REGULACIÓN	22
3.3.1 ÁMBITO OBJETIVO DE APLICACIÓN	22
3.3.2 ÁMBITO SUBJETIVO DE APLICACIÓN	24
3.3.3 EL ENDEUDAMIENTO (PLAZO Y CUANTÍA)	26
3.3.4 EL INFORME DE EXPERTOS	27
3.3.5 LA RELACIÓN CON EL CONCURSO	30
4. CONCLUSIONES	33
5. BIBLIOGRAFÍA	36

LISTADO DE ABREVIATURAS

art.	-	artículo
ASCRI	-	Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo
BIMBO	-	Buy In Management Buy-Out
CC	-	Código Civil
CCo	-	Código de Comercio
CEE	-	Comunidad Económica Europea
EBITDA	-	Earnings Before Interests Taxes, Depreciation and Amortization
FMLBO	-	Forward Merger Leveraged Buy-Out
LBO	-	Leveraged Buy-Out
LC	-	Ley Concursal
LEBO	-	Leveraged Employee Buy-Out
LME	-	Ley de Modificaciones Estructurales
LSA	-	Ley de Sociedades Anónimas
LSC	-	Ley de Sociedades de Capital
LSRL	-	Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada
MBI	-	Management Buy-In
MBO	-	Management Buy-Out
MBO	-	Management Leveraged Buy-Out
Newco	-	New Company
RdDCyP	-	Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal
RdS	-	Revista de Sociedades
RECR	-	Revista Española de Capital Riesgo
STS	-	Sentencia del Tribunal Supremo
TS	-	Tribunal Supremo
Vid.	-	Visto en

1. INTRODUCCIÓN

Durante las últimas décadas, las operaciones de integración y reestructuración de empresas han acogido un papel primordial y de primer nivel en el plano económico, no solo español, sino a nivel mundial, y concretamente, han sido y son las operaciones de adquisición apalancada, también denominadas en su término anglosajón *Leverage Buy Outs (LBO)*, unas de las operaciones de mayor calibre en este ámbito.

Este tipo de operaciones conllevan la adquisición de una empresa por parte de otra, en las que la financiación para llevarlas a cabo suele ser en gran parte realizada mediante instrumentos de deuda. La mecánica de este tipo de operaciones suele proceder con la adquisición por parte de la compradora de una sociedad vehículo (*Newco*), que al recibir la financiación se encargará de adquirir las acciones o participaciones de la sociedad que realmente se pretenda adquirir (*Target*), para su control.

Si bien es cierto que este tipo de operaciones ofrecen una serie de ventajas de gran relevancia, también reportan inconvenientes. Dentro de los elementos más controvertidos se encuentra la asistencia financiera.

La asistencia financiera surge cuando la responsabilidad de repago de estas operaciones recae sobre el capital social o patrimonio de la sociedad *Target*, poniendo, por lo tanto, en riesgo sus recursos propios. La justificación de la existencia de esta figura suele ser múltiple, y es que además de suponer una garantía de protección para los socios ante el riesgo de realizar inversiones de capital propio a cuestiones ajenas a su actividad corporativa, también se justifica en el mantenimiento de la viabilidad, es decir, de la solvencia, de esta sociedad *Target*.

La existencia de la asistencia financiera siempre ha sido discutida en torno a una serie de ventajas y desventajas que la rodean, y evidentemente relacionadas con las compras apalancadas. Como ventajas tendríamos el aumento exponencial de los rendimientos, así como las ventajas financieras debido a las bajas aportaciones para realizar la operación, mientras que como desventajas básicamente tendríamos el riesgo de que la operación fracase, suponiendo un grave riesgo para los socios y los inversores, además del evidente riesgo para la sociedad, con la posibilidad de concurso en el horizonte.

Todo ello se supone que, dadas las evidentes ventajas que este tipo de operaciones reportan para el desarrollo del mercado, la prohibición absoluta no sea la opción más sensata, así como tampoco lo es el libre albedrío dado los claros riesgos que estas operaciones conllevan y sus graves y negativos efectos en las sociedades empleadas.

Este trabajo pretende analizar en profundidad el efecto de la asistencia financiera sobre las adquisiciones apalancadas, y más concretamente, sobre una de sus modalidades, las fusiones apalancadas.

Este tipo de operaciones han creado gran controversia a lo largo de estos años, pues su particular regulación las excluye de la aplicación de la asistencia financiera por las garantías suficientes que reporta, pese a los grandes riesgos que pueden comportar de no finalizar con el resultado deseado. A pesar de que ciertos aspectos ya han sido analizados por la doctrina, siguen dejando que desear una mayor profundidad en su análisis y una mayor claridad en el sentido de su funcionamiento, además de otros que prácticamente no han sido tratados, y, por lo tanto, resueltos. Esta inquietud es la que me lleva a tratar de resolver estos aspectos primordiales a los que se enfrenta día a día el mundo jurídico-financiero y que deberían ser resueltos con tal de ofrecer el máximo nivel de seguridad jurídica.

El procedimiento consistirá en el análisis previo de las figuras de la adquisición apalancada y la asistencia financiera individualmente, entrando a estudiar desde sus orígenes hasta su campo de actuación. Posteriormente se entrelazarán las dos figuras, analizando como incide la una en la otra, y nos centraremos en el régimen español, teniendo en cuenta la regulación sobre ello, así como los casos que se dejan más abiertos a posibles interpretaciones y como se ha actuado frente a ellos.

Dado el análisis exhaustivo a realizar, se escrutarán tanto los ámbitos más generales, como vendría a ser la regulación específica de la asistencia financiera diferenciada según la modalidad de sociedad sobre la que recaiga la operación, regulado en la LSC, como los ámbitos más específicos, como vendría a ser el art. 35 de la LME, el cual entra de lleno en la regulación de la asistencia financiera en los casos de adquisición apalancada seguidas de una fusión.

La investigación se llevará a cabo mediante el estudio de las obras elaboradas por los autores más relevantes al respecto, así como artículos, noticias y legislación, ofreciendo finalmente un plano más cercano a una opinión personal para tratar de resolver los temas abordados.

2. ADQUISICIÓN APALANCADA Y ASISTENCIA FINANCIERA

En este apartado se estudiarán los conceptos de adquisición apalancada y asistencia financiera, entrando a analizar su funcionamiento y mecanismos, así como sus características principales, su origen y finalidad. Por último, será analizada la interrelación de las dos figuras y los efectos que surgen del choque de estas dos en su uso práctico.

2.1 ADQUISICIÓN APALANCADA

La figura de las adquisiciones apalancadas (LBO) ha sido un fenómeno que ha aparecido de forma intermitente en nuestro ciclo económico, debido a las consecuencias económicas que se asocian a este tipo de operaciones. Dadas sus profundas implicaciones, no solo en el panorama económico, sino también social, se han ido generando diversas modificaciones, tanto legislativas como jurisprudenciales, de gran calado al respecto.

Centrándonos ya en el concepto de esta figura, el LBO es una operación en la que se produce la adquisición de una sociedad mediante una cantidad elevada de endeudamiento, cuyo repago recae sobre la sociedad adquirida, también denominada compañía objetivo o *target*, mediante sus flujos de caja¹.

En la línea de la definición anterior, el ASCRI ofrece también un concepto similar que se cita así: *“Compra de empresas en las que parte sustancial del precio de la operación es financiada con recursos ajenos, en parte garantizados por los propios activos de la empresa adquirida, y con instrumentos que están a medio camino entre los recursos propios y ajenos (financiación de entresuelo o mezzanine financing)”*².

A pesar de existir algunas definiciones más concretas, colocando el concepto de LBO como un subtipo de *buy-out*, este estudio tomará el concepto genérico del término mencionado anteriormente, englobando todos los tipos que existen y que posteriormente se expondrán.

Como se puede observar, de las definiciones de LBO se desprenden varios elementos que configuran dicho concepto y que lo caracterizan, que vendrían a ser (i) la compra de una empresa por otra, (ii) mediante una alta tasa de endeudamiento, (iii) por financiación con recursos ajenos, (iv) tomando como garantía los recursos propios y (v) desencadenando un incremento en el coeficiente de apalancamiento como consecuencia.

¹ Vid. Gimeno Ribes, M. (2015) *Endeudamiento empresarial y fusión de sociedades: Contribución al estudio de la fusión apalancada*. Madrid: Marcial Pons

² Vid. ASCRI (2011) *Informe de Capital Riesgo & Private Equity en España* [en línea] disponible en < <https://www.ascrri.org/wp-content/uploads/2011/07/Informe-ASCRI-2011.pdf> > [5 diciembre 2019]

Para entender con mayor claridad cómo funcionan los LBOs, es importante tener en cuenta la mecánica que se suele adoptar en un supuesto habitual y genérico de este tipo de operaciones, que es el siguiente:

- i. La sociedad adquirente crea una nueva sociedad, habitualmente denominada *Newco*³, bajo la composición de sociedad anónima o sociedad limitada.
- ii. Esta nueva sociedad será la encargada de realizar la compra, y por ello, aportará una pequeña parte de sus fondos propios y el resto (hasta un 80% - 85%) mediante la financiación externa que reciba.
- iii. Una vez *Newco* disponga de los fondos suficientes, realiza la adquisición de la sociedad objetivo o *Target*, produciéndose la toma de control.
- iv. La financiación se garantiza mediante los recursos propios, y ello se realiza otorgando en prenda las acciones/participaciones de *Target* por *Newco* y otorgando en prenda las acciones/participaciones de *Newco* por sus accionistas. Es en este punto donde podría darse una controversia con la asistencia financiera, sin embargo, llegados a este punto, dado que las acciones son ya propiedad de *Newco* no concurre este supuesto⁴.
- v. Finalmente, la operación puede disponer de múltiples terminaciones que afectarán al modo de repago de la deuda contraída. Las dos terminaciones más comunes serían (i) la fusión de *Newco* y *Target*, produciéndose una integración de sus patrimonios y (ii) la separación de la personalidad jurídica de las dos sociedades intervinientes, de tal modo que, sería *Newco* la que repagara la deuda mediante los flujos de caja recibidos de *Target*. La primera de las terminaciones será en la que se centre este trabajo.

Como se ha mencionado anteriormente, el término de LBO se usa como concepto genérico, por lo que este incluye distintas tipologías que surgen como consecuencia de la propia estructura de la transacción, de los sujetos intervinientes o la forma en que se produzca la modificación estructural resultante, naciendo a su vez de estas diversas subespecies diferenciadas por los elementos conformantes de la operación. A continuación, se mencionan y desarrollan brevemente algunos de estos tipos:

- i. El LBO como mera adquisición: En este supuesto nos referimos a la operación en sentido estricto, es decir, como ya se ha mencionado, la adquisición de sociedad por otra mediante endeudamiento. Cabe decir que, como veremos más adelante, esta

³ A pesar de recibir habitualmente la denominación *Newco* (New Company), también podrá adoptar la forma de *SPV* (Special Purpose Vehicle), *SPC* (Special Purpose Company) o *BidCo* (Bidder Company)

⁴ Vid. Agúndez, M.A. y Martínez-Simancas, J. (2010) *Cuadernos de Derecho para Ingenieros: Financiación*. Madrid: LA LEY – Grupo Wolters Kluwer

operación no suscita problemas a nivel jurídico, es decir, a nivel de asistencia financiera, más allá de las posibles distorsiones fraudulentas que puedan recibir alguno de sus elementos⁵.

- ii. El LBO con fusión posterior (FMLBO): Esta suele ser la tipología más utilizada en la práctica dadas las ventajas que reporta. Estamos ante un supuesto que se diferencia en la modificación estructural resultante, dado que, finalizada la operación, *Newco* se fusiona con *Target*, creando una nueva sociedad que se convertirá en la única obligada de la deuda contraída en la operación, y generando la extinción de la personalidad jurídica de las dos sociedades participantes en la fusión. Sin embargo, en este supuesto también cabría la posibilidad de una absorción, tanto por parte de *Newco* (*forward merger*) como por parte de *Target* (*reverse merger*). Las ventajas que pueden derivar de una u otra radican principalmente en la “oportunidad empresarial, que esencialmente se basa en la posición que una determinada compañía pueda tener en el mercado”⁶.
- iii. El LBO con los administradores como adquirentes: En estos supuestos, estamos ante una diferenciación de los agentes promotores de la operación, por lo que surgen los siguientes tipos:
 - a. MBO: En este supuesto, la adquisición de una sociedad se realiza por parte de su propio equipo directivo. Ello lo podrán realizar ellos mismos, o mediante la creación por su parte de una *Newco*. Resulta evidente que el segundo caso suele ser el más habitual debido a la responsabilidad ilimitada respecto a la deuda contraída que supone el primer caso. Por último, mencionar que los administradores de *Target* podrán actuar por ellos mismos o conjuntamente con un fondo de capital-riesgo, convirtiéndose ambos en socios de la *Newco* creada.
 - b. MBI: En este supuesto, la diferencia se encuentra en que no son los propios administradores de *Target* los que proceden a realizar la operación, sino que se trata de un grupo de administradores externos que se colocan en la *Newco* creada para la adquisición de *Target*.
 - c. BIMBO: En este supuesto, se produce una mezcla entre los dos mencionados anteriormente, pues serán tanto administradores de *Target*, como administradores externos, los encargados de llevar a cabo la operación.
- iv. El LBO con los trabajadores como parte compradora (LEBO): En este caso, la toma de control de la sociedad objetivo se producirá por parte de los empleados de esta

⁵ Vid. Vives Ruiz, F. (2009) *La Validez de los LBO en el Derecho español* Madrid: Tesis doctoral de la Universidad Pontificia de Comillas

⁶ Vid. Gimeno Ribes, M. (2015) *Endeudamiento empresarial y fusión de sociedades: Contribución al estudio de la fusión apalancada*. Madrid: Marcial Pons

misma. La mecánica de este supuesto es el mismo que la del punto iii. anterior, tomando los trabajadores las acciones de *Target* o creando estos una *Newco* que posteriormente se sitúe como matriz a *Target* tras su adquisición.

Una vez hecha la radiografía básica de un LBO, haber observado su concepto, componente y tipología, es importante detenerse en las consecuencias que conllevan estas operaciones, o más bien dicho, los riesgos que pueden conllevar, y para ello resulta de vital importancia analizar la composición del endeudamiento que acarrearán este tipo de operaciones. Una vez hecho el desglose, podremos escrutar los posibles riesgos que se suceden.

La estructura financiera de un LBO suele estar formada por tres partes bien diferenciadas. En primer lugar, se incorpora una parte que está formada por capital o fondos propios aportados por los socios de la *Newco*. En segundo lugar, y la más amplia, se aporta una cantidad considerable de deuda garantizada por parte de una o varias entidades de crédito. Por último, el endeudamiento mencionado se complementa con una parte de deuda subordinada o de alto riesgo⁷.

Respecto a la parte de fondo propio aportado por los socios, el porcentaje habitual aportado se encuentra alrededor del 20% del total del precio de la *Target*. Bien es cierto que dicho porcentaje puede diferir en gran medida según la estructura financiera adoptada, y más teniendo en cuenta precedentes de operaciones⁸ en las que la deuda tan solo llegaba a representar el 40%, por el 60% aportado en recursos propios. Sin embargo, como se ha mencionado, un porcentaje cercano al 20% de aportación de fondos propios suele ser lo habitual. En los supuestos en los que exista una cantidad muy significativa de deuda y una menor cantidad de garantías de solvencia, la entidad financiera puede llegar a exigir altos niveles de capitalización para el repago.

En segundo lugar, y dentro ya de las aportaciones ajenas, es decir, el endeudamiento, tenemos la deuda garantizada, o también denominada, *senior debt*. Esta, normalmente, y tomando de referencia que los fondos propios tomados han sido de un 20%, representaría un 40% de la totalidad de la financiación. Este tipo de deuda suele ser aportada por una entidad bancaria, o múltiples entidades⁹, en cuyo caso estaríamos ante un préstamo sindicado. El hecho de que la deuda se encuentre garantizada

⁷ Vis. Cruz Manzano, M. "La evolución para las operaciones de Leveraged Buy Out y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera". *Revista Estabilidad Financiera* [en línea] (13). Banco de España. Disponible en <<https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/07/Fic/IEF200713-2.pdf>> [9 diciembre 2019]

⁸ LBO llevada a cabo por los fondos de capital-riesgo Berkshire Hathaway y 3G Capital sobre Heinz. De la Merced, M.J. y Ross Sorkin, A. (2013) "Berkshire and 3G Capital in a \$23 Billion Deal for Heinz". *The New York Times* 13 February. Disponible en <<https://dealbook.nytimes.com/2013/02/14/berkshire-and-3g-capital-to-buy-heinz-for-23-billion/>> [9 diciembre 2019]

⁹ La intervención de múltiples entidades bancarias en la financiación de un LBO suele darse en los casos donde el volumen de la financiación es muy elevado, y que, por ello, lo que se pretende es una diversificación del riesgo asumido

responde a dos razones, (i) el establecimiento de colaterales configurados como garantía real, evitando que sean bienes de la sociedad adquirida para que no se produzca asistencia financiera, y (ii) la subordinación de cierta parte del resto de la financiación, pensando ya en la posible situación de concurso y el orden de prelación del crédito.

En tercero y último lugar, como la otra parte del endeudamiento contraído por partes ajenas, nos encontramos con la deuda subordinada, también denominada como *junior debt*. Este tipo de deuda representa el restante 40% de la financiación, y, por lo tanto, la mitad de la deuda contraída de forma ajena. La deuda subordinada es aquella que suele estar compuesta por títulos de renta fija con un rendimiento explícito, cuyo cobro de intereses suele estar condicionado al alcance de un nivel determinado de beneficios¹⁰. Es por ello que en los últimos tiempos se ha tratado de reducir este tipo de deuda, debido a la dificultad de repago por los elevados intereses que conllevan. La deuda subordinada puede distinguirse por dos elementos, la subordinación y la procedencia de la financiación. Cuando hablamos de la subordinación, nos estamos refiriendo a la deuda mezzanine, un instrumento de financiación a caballo entre la deuda y el capital, con una naturaleza híbrida, y con una gran flexibilidad, permitiéndole adaptarse a las múltiples situaciones económicas que se puedan suceder, cuyo tratamiento pasa por el derecho a cobro de forma posterior a los demás acreedores¹¹. Cuando hablamos de procedencia de la financiación, nos referimos a que esta parte de la financiación no proviene de una entidad bancaria, sino de terceros que suscriben en el mercado una emisión de obligaciones, suponiendo un elevado riesgo. Distinguimos, en materia de costes, los *high yield bonds*, y en materia de probabilidad de impago, los *junk bonds*.

Para terminar con los LBOs, debemos adentrarnos en los riesgos que suponen este tipo de operaciones, sobre todo en aquellos que son inherentes a la propia estructura de la transacción, que como han demostrado a lo largo de la historia económica, no son de bajo calibre, además de la asistencia financiera, la cual será expuesta más adelante, y no en este apartado.

Dentro de las operaciones apalancadas, pueden surgir riesgos a nivel patrimonial u organizativo, afectando, evidentemente, los primeros a los intereses económicos de las sociedades y las partes implicadas en la operación, y los segundos, una inadecuada gestión que cause problemas económicos a los socios minoritarios.

¹⁰ BBVA (3 abril 2015) *Artículos del BBVA, Educación Financiera* [en línea] disponible en <<https://www.bbva.com/es/la-deuda-subordinada/>>

¹¹ Herrero, D. (2011) "Financiación mezzanine: situación actual y perspectivas", *RECR* (4)

Respecto a los del primer tipo, nos topamos en primer lugar con el *asset stripping*, una “operación consistente en vender por separado distintas partes de un negocio, ya sean éstas inmovilizados, otro tipo de activos o divisiones operativas”¹². Normalmente este tipo de situación suele surgir cuando la sociedad se encuentra en una situación delicada en la que requiere liquidez, y, por lo tanto, próxima a la insolvencia. Este panorama suele generarse en situaciones en que se producen factores imprevisibles, circunstancias de la economía del sector en el que actúa u otros eventos como modificaciones de la demanda.

Sin embargo, el *asset stripping* no llega a ser tan grave y dramático como el segundo supuesto de esta categoría, que sería la situación concursal de la sociedad, solicitada por la propia sociedad en el momento en que no dispone de suficiente liquidez para poder cubrir todas sus obligaciones, es decir, sus deudas. Como establece la Ley Concursal, solo se someterán a concurso las sociedades que “no pueden cumplir regularmente sus obligaciones exigibles”¹³. Dependiendo de la gravedad de la situación en la que se encuentre la empresa, esta podrá, o no, tras el concurso, continuar desarrollando su actividad empresarial habitual, aunque en la práctica es algo que no suele suceder. Dicha gravedad dependerá de si la sociedad se encuentra en una situación de impago parcial o de insolvencia total.

Por último, respecto al riesgo organizativo, se puede producir un abuso por parte de los administradores de la sociedad adquirente, probablemente para obtener una ventaja en el momento de realizarse la transacción. Esto genera, sobretodo, perjuicios de mayor o menor grado, en los socios minoritarios, que acaban siendo las partes menos protegidas y más afectadas.

¹² RECR *Asset Stripping* – Glosario [en línea] disponible en <<http://www.recari.es/detalleGlosario.php?sec=1&id=6>>

¹³ Ley Concursal 22/2003 del 9 de julio

2.2 ASISTENCIA FINANCIERA

Como se ha mencionado anteriormente, la asistencia financiera es uno de los riesgos inherentes y de mayor importancia dentro de las operaciones LBO. Para entender con claridad el concepto de esta figura, se analizará su origen, así como su finalidad y los momentos en lo que surge.

Podemos entender la asistencia financiera como *“cualquier operación o negocio que implique, según corresponda, responsabilidad patrimonial de una sociedad por la deuda contraída por un tercero con motivo de su adquisición o la de una sociedad dominante o del grupo al que aquélla pertenezca”*¹⁴.

Pese a poder disponer de múltiples definiciones por parte de juristas expertos, como la mencionada en el párrafo anterior, cuando tratamos el concepto de asistencia financiera, vemos como el legislador español no se manifiesta de una forma concreta, además de existir una carencia de desarrollo normativo y un escaso tratamiento de esta figura por parte de la jurisprudencia, generando una situación de inseguridad jurídica sobre el concepto, y creando una figura que esencialmente se ha constituido de forma doctrinal.

Para tratar de entender con mejor claridad la asistencia financiera, se realizará, en primer lugar, un repaso de su origen y antecedentes.

El origen de la figura de asistencia financiera la encontramos en Gran Bretaña, tras la 1ª Guerra Mundial, cuando se empezaron a llevar a cabo una serie de operaciones en las que se adquiría un gran paquete de participaciones de otra compañía, asumiendo una posición de control, y adquiriéndolas mediante un préstamo dejado por una entidad bancaria, que se devolvería mediante fondos societarios.

Tras años de práctica se empezaron a realizar severas advertencias en las que se recomendaba la prohibición de la asistencia financiera en estos casos, pues ello conllevaba a las sociedades de aquel momento a eludir la prohibición de adquirir acciones propias¹⁵, con lo que, consecuentemente, se publica la *Companies Act* de 1929, donde en su artículo 45 se plasmaron las advertencias que se habían realizado, con la excepción de que la asistencia para la adquisición de acciones propias la realizara un banco o cuando la operación fuera a favor de un personal trabajador.

¹⁴ Herrero Mazarío, C. (2019) “Algunas consideraciones a la autocartera desde la perspectiva de la prohibición de asistencia financiera”. *Revista Lex Mercatoria* 10 (8)

¹⁵ Prohibición instaurada con la sentencia del caso *Trevor v. Whitworth* de 1887

Dicha figura se mantuvo en la siguiente Companies Act publicada en 1948, concretamente en su artículo 54, siendo ampliada a las adquisiciones en general, incluyendo la prohibición a las adquisiciones de las acciones de la sociedad dominante.

La siguiente directriz que reguló la asistencia financiera fue la Directiva del Consejo Europeo en materia de sociedades, del 13 de diciembre de 1976 (77/91/CEE), la cual se centró en prohibir que una sociedad pudiera adelantar fondos, conceder préstamos o dar garantías a un tercero para la adquisición de sus propias acciones¹⁶. Es importante destacar que la prohibición plasmada se realizó con carácter absoluto, dando un corto margen de reflexión al derecho propio de cada Estado Miembro.

Fue la Companies Act de 1981, seguida de la de 1984, la que adaptó la normativa inglesa a la de la Comunidad Europea, partiendo de un principio prohibitivo de carácter general, pero a su vez, flexibilizando la norma y los supuestos con una serie de excepciones que respondían a las ideas liberales que empezaban a correr por aquellos tiempos.

Más concretamente en España, tras su adhesión a la CEE, es la Ley 19/1989, de 25 de julio, la que trata de adaptar esta normativa europea a nivel nacional, obligando a la creación de un Decreto Legislativo que modificara la antigua Ley de Sociedades Anónimas, adoptando las novedades que proponía la norma comunitaria. De allí surge el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas¹⁷, encargado de incorporar la figura de la asistencia financiera, estableciendo los concretos supuestos de prohibición en la adquisición de acciones propias.

Lo mismo sucedió con la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada¹⁸, estableciéndose una prohibición a la asistencia financiera en su artículo 40.5.

A nivel europeo, el último paso fue la elaboración de la Directiva 2006/68/CE, de 6 de septiembre, la cual conseguía romper con la rigidez que se mantenía respecto a la figura de la asistencia financiera en la Directiva anterior, principalmente con la admisión de esta figura en ciertos supuestos, siempre asegurando una serie de garantías para ser fiel a su finalidad. Esto permitió una flexibilización de la norma, aceptando ciertos supuestos de “autofinanciación” en los LBO, siempre que se cumplieran una serie de condicionantes expuestos en el artículo 23¹⁹.

El último gran cambio normativo a nivel nacional fue la incorporación de la Ley de Sociedades de Capital en el año 2010, la cual recoge toda la normativa tanto de sociedades anónimas como de sociedades de responsabilidad limitada, derogando sus

¹⁶ Art. 23 de la Directiva del Consejo Europeo en materia de sociedades, del 13 de diciembre de 1976 (77/91/CEE)

¹⁷ Real Decreto Legislativo 1524/1989, de 22 de diciembre

¹⁸ Ley 2/1995, de 23 de marzo

¹⁹ Véase art. 23.1 de la Directiva 2006/68/CE, de 6 de septiembre

respectivas normativas anteriores. El gran problema de esta nueva ley respecto a la asistencia financiera era la falta de flexibilidad respecto a la normativa europea, pues no recoge todo lo previsto en ella.

Para determinar mejor la regulación actual de la asistencia financiera, se plasma el art. 143.2 respecto a las sociedades de responsabilidad limitada:

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

Asimismo, se plasma también el artículo 150 respecto a las sociedades anónimas:

“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.”.

Tras analizar de donde proviene esta figura, es importante comprender por qué surge esta figura, es decir, los fundamentos que llevan a la creación de ésta, y qué es lo que protege, lo que nos lleva a su finalidad.

Respecto a su fundamento, en un principio, la disciplina de la asistencia financiera se entendía como norma “de cierre” o conexas al régimen legal de la autocartera, dado que se mantenía la idea por parte del legislador de que se tenían que evitar a toda costa las prácticas de auxilio financiero para la elusión de la normativa del régimen de autocartera. A esta conclusión se llega a raíz de tres factores, y es que (i) desde un inicio la normativa de asistencia financiera y de autocartera ha estado vinculada, sin estar separada la una de la otra, (ii) ambas operaciones suponen una intervención por parte de su órgano de administración en la estructuración del capital de la sociedad, y (iii)

ambas pueden propiciar a una conducta abusiva por parte de sus administradores, pudiendo lograr estos, fácilmente, el control político de la compañía²⁰.

Este “paquete” de características compartidas, crean una unión entre las dos figuras que las ha llevado de la mano desde su inicio hasta hace bien poco. Sin embargo, una fundamentación autónoma empieza a surgir a nivel doctrinal, apoyando la separación de las dos figuras, y defendiendo la existencia independiente de la asistencia financiera.

Para empezar, desde un punto de vista económico se considera que la normativa, dado su carácter represivo y altamente prohibitivo, tiene el objetivo de salvaguardar, a nivel genérico, el patrimonio social de una compañía, que llega a ponerse en riesgo en este tipo de operaciones (no solo salvaguardar la integridad del capital social).

Desde un punto de vista corporativo, es decir, de la organización de la compañía, la normativa pretende que se mantenga una actuación neutra por parte de los administradores en aquellas operaciones de estructuración y composición del gobierno corporativo, para evitar la alteración del principio de igualdad respecto al trato de los socios (refiriéndonos principalmente a socios minoritarios), pudiendo causarles graves estragos en cuanto al control y la toma de decisiones, sobretodo en relación con terceros intervinientes.

Desde un punto de vista del mercado de valores, y ya más de cara a sociedades cuyas acciones se admiten a negociación en mercados secundarios oficiales, es decir, sociedades cotizadas, el estímulo que se crea para los terceros que financian la autocartera de la sociedad a convertirse en compradores de acciones de ésta, y creando una subida de la demanda de estas acciones con el consecuente incremento ficticio del valor.

Como podemos comprobar, ninguno de los tres puntos de vista ofrece un peso suficiente como para demostrar la autonomía del fenómeno de la asistencia financiera, básicamente porque se basan en condiciones concretas que deben cumplirse y no a la regla general. Es por ello que podríamos concluir que el fundamento de la asistencia financiera no se basa en evitar un resultado perjudicial, sino en el riesgo de que estos resultados puedan producirse.

De estos fundamentos podemos extraer la finalidad de la asistencia financiera, que se basa en 3 puntos²¹:

- i. La preservación de la integridad del capital social de *Target*.

²⁰ Vid. Lorenzo Camacho, M.S. (2018) *La prohibición legal de asistencia financiera para la adquisición de acciones*. Granada: Editorial Comares

²¹ Vis. Vaquerizo Alonso, A. (2003) *Asistencia Financiera para la adquisición de acciones propias*. Madrid: Civitas

- ii. La protección de los derechos de los acreedores, así como de cualquier socio o accionista minoritario que pueda salir perjudicado.
- iii. Evitar el uso del patrimonio de la propia sociedad para fines totalmente ajenos a esta.

Pese a ver claramente como, tanto el concepto, como los fundamentos y finalidad de la asistencia financiera se encuentran bien definidos y estructurados dentro de la doctrina y la legislación, parece ser que no ocurre lo mismo en la práctica, donde las propias sentencias del Tribunal Supremo español nos indican una falta de congruencia por su discrepancia y contravención respecto a esta figura.

Es bien sabido que en España únicamente existen 4 sentencias relevantes acerca de la figura de la asistencia financiera, por parte del Tribunal supremo²², y tan solo nos hace falta mencionar dos de ellas, las de 2012, para poder comprobar dichas contravenciones.

La primera, la STS del 2 de julio de 2012, analiza la posibilidad de declararse la asistencia financiera sobre la prenda de acciones preferentes de Deutsche Bank titularidad de una sociedad anónima española, que se constituían como garantía respecto a diversos préstamos concedidas por una entidad de crédito a terceros para la adquisición de las acciones de esta sociedad anónima española²³. En aquel momento resultaba de aplicación, según el demandante, el art. 81.2 de la LSA (hoy en día el 150.2 LSC), el cual establecía la excepción aplicada sobre el “*personal de la empresa*”, la cual trata de desmontar el TS, determinando que tan solo se podía entender comprendido en este término a los que se hallaran vinculados por una relación laboral común regulada en el Estatuto de los Trabajadores, o una relación de alta dirección del Real Decreto 1382/1985, lo que supone que no se incluya a trabajadores autónomos, como aplicaba al caso. Ello supuso la declaración de la nulidad de las prendas sobre las acciones para la adquisición de estas por terceros, consecuencia clara de la asistencia financiera prohibida²⁴.

Respecto a la STS del 9 de diciembre de 2012, se basaba en un supuesto en el que se hipotecaron diversos bienes inmuebles y muebles de una sociedad de responsabilidad limitada, como garantía a dos préstamos concedidos a un tercero para la adquisición de participaciones sociales de la propia sociedad mencionada. En este caso resultaba de aplicación, según la sociedad garante, el art. 40.5 de la LSRL (hoy en día el art. 143.2 LSC)

²² Las 4 STS de relevancia son las de fecha 20 de julio de 2010, 2 de julio de 2012, 9 de diciembre de 2012 y 4 de septiembre de 2014

²³ Vis. Pino, A. “Dos sentencias del TS sobre asistencia financiera prohibida en sociedades anónimas y de responsabilidad limitada”. *Publicaciones – CMS Albiñana & Suárez de Lezo* [en línea]. Disponible en <<https://cms.law/es/esp/publication/dos-sentencias-del-ts-sobre-asistencia-financiera-prohibida-en-sociedades-anonimas-y-de-responsabilidad-limitada>>

²⁴ STS 413/2012, 2 de julio de 2012

el cual declaraba la asistencia financiera prohibida del supuesto²⁵. En este caso, pese a declararse que existe asistencia financiera, no se declara la nulidad del acto. Aunque en un principio esto parece contradictorio, debe entenderse que en este caso se cuestionaba la capacidad del administrador único y del socio mayoritario para poder denunciar la existencia de la asistencia financiera en las hipotecas, a lo que el TS respondió que no era posible que las partes mencionada, habiendo intervenido en el acto denunciado, instaran procesalmente a la nulidad de dicho acto, lo que termina derivando del art. 6.3 del CC, el cuál dice: *“los actos contrarios a las normas imperativas y a las prohibitivas son nulos de pleno derecho, salvo que en ellas se establezca un efecto distinto para el caso de contravención”*.

²⁵ STS 779/2012, 9 de diciembre de 2012

3. RÉGIMEN DE LA ASISTENCIA FINANCIERA EN LAS ADQUISICIONES APALANCADAS CON FUSION EN ESPAÑA

Hasta ahora, hemos estado analizando y desarrollando las figuras de la asistencia financiera y de los LBO, entrando en profundidad en sus antecedentes, fundamentos y características más importantes para disponer de una amplia noción sobre ellas antes de entrar a analizar minuciosamente una figura más concreta donde entran en juego estas dos ya analizadas. Dado que este bloque se centra en el ámbito español, se analizarán los precedentes a la fusión apalancada, así como su regulación actual, para más adelante poder abordar los elementos más controvertidos.

3.1. PRECEDENTES

Nuestro sistema normativo referente a los LBO procede de las diversas normativas europeas que se han ido conformando a lo largo del tiempo, tomando la inspiración de otras jurisdicciones como la inglesa, como bien se ha mencionado en el primer bloque. Será este el punto de partida, sin entrar en profundidad en aquellos puntos ya mencionados anteriormente.

Las operaciones de adquisición apalancada con una fusión posterior, no dispusieron de una normativa propia y concreta, en materia de asistencia financiera, hasta la publicación de la Ley de Modificaciones Estructurales, concretamente en su artículo 35, que será analizado de forma posterior a este apartado. Hasta dicho momento, se tenía en cuenta la regulación general de la norma contenida en la LSC, en sus artículos 143 o 150, dependiendo de si la sociedad implicada se componía como una sociedad anónima o una sociedad de responsabilidad limitada.

En el caso de las sociedades anónimas, la redacción de la norma es más exigente que la realizada por el legislador europeo, y, por lo tanto, similar a la redacción inglés. Se compone de un texto muy similar, pero con una cláusula de cierre general, manteniendo la enumeración de negocios jurídicos de una forma totalmente ejemplificativa, además de excluir respecto de la normativa europea, la excepción sobre las sociedades de inversión de capital fijo. Esto supone que, pese al avance producido sobre esta materia a nivel Comunitario, la cláusula general de cierre se ha mantenido en el art. 150 LSC hasta la fecha y no se ha generado una flexibilización de los términos, dejando el camino abierto a una múltiple lista de casos²⁶.

Por otro lado, la prohibición de asistencia financiera en la sociedad de responsabilidad limitada, regulada en el art. 143.2 LSC, proviene del art. 40.5 de la LSRL. En este caso, surgen diferencias relevantes con respecto al régimen de las sociedades anónimas,

²⁶ Vis. Rojo Fernández Río, A. y Beltrán Sánchez, E.M. (2011) *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, vol. 1. Madrid: Civitas

principalmente por la rigidez de la normativa, ya que está configurada de tal forma que no se establecen excepciones. Ya de por sí, resulta difícil de comprender que la legislación extendiera el supuesto de asistencia financiera a este tipo de sociedades, cuando esta se encuentra vinculada a la tutela del capital social y este se representa con unos valores ínfimos. Ello, sumado a la limitación por parte de terceros de participaciones, reafirma la incongruencia del mantenimiento de esta prohibición en este tipo de compañías. Esta incongruencia se incrementa al comprobar la configuración idéntica del supuesto de hecho respecto a la sociedad anónima, que, sin embargo, no incorpora las excepciones propias de ese régimen. Además de incorporar una serie de negocios de financiación a título ejemplificativo, incorpora una cláusula general para los que no están, sin incorporar, posteriormente, una regla en relación con las excepciones que deja colgados algunos supuestos como el de la adquisición de participaciones por parte de los empleados²⁷.

Ya entrando más en relación con los casos concretos de adquisiciones apalancadas con posterior fusión, vemos como estos supuestos no regulaban de una forma concreta este caso, por lo que se establecieron varias tesis de lo que podría suceder en estos casos. La tesis más defendida daba apoyo a una asistencia financiera sobrevenida, con la consecuente vulneración de los arts. 143.2 y 150 de la LSC, suponiendo la nulidad de la transacción generada, así como la sanción a los administradores de la sociedad involucrada.

En este sentido, se considera irrelevante el momento de prestación de asistencia financiera, dado que nos encontramos ante el típico y evidente supuesto de prestación de garantía por la sociedad adquirida, por lo que, de no hacerlo, la capacidad de evitar la prohibición de dispararía enormemente. Por lo tanto, pese a considerarse una operación que ofrece una serie de condiciones y garantías especiales a sus intervinientes, sigue manteniendo una serie de riesgos sobre ciertos actores en la transacción que deben atenuarse.

²⁷ Vis. Rojo Fernández Río, A. y Beltrán Sánchez, E.M. (2011) *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, vol. 1. Madrid: Civitas

3.2 REGULACIÓN ACTUAL

La hasta ahora discutida fusión apalancada venía a resolverse con la entrada en vigor de la Ley 3/2009, de 3 de abril, de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles, concretamente en su art. 35. Dicho artículo se plasma en la normativa de la siguiente forma:

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

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

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

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

En estos supuestos será necesario el informe de expertos, incluso cuando se trate de acuerdo unánime de fusión.”²⁸.

Este artículo resulta de gran importancia para este trabajo, dado que, de aquí en adelante, la mayor parte del análisis pivotará sobre este.

El supuesto sobre el que recae el artículo citado *“consiste en la existencia de una compraventa de activos o acciones que hubiese tenido lugar con carácter previo a la fusión y para la cual se hubiese recurrido al endeudamiento del adquirente.”²⁹.*

Para analizar correctamente este precepto, es necesario tener en cuenta la regulación incluida en la legislación italiana, respecto a la cual se extraen una gran cantidad de símiles. Concretamente, es una realidad que el contenido del art. 35 LME se encuentra en gran medida inspirado en el art. 2.501 del *Codice Civile* italiano. Dicho precepto se aprueba en un paquete de leyes en 2001 en Italia, de forma incluso previa a la Directiva

²⁸ Ley 3/2009, de 3 de abril, de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles, artículo 35. *Fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente*

²⁹ *Vid.* Gimeno Ribes, M. (2015) *Endeudamiento empresarial y fusión de sociedades: Contribución al estudio de la fusión apalancada*. Madrid: Marcial Pons

Europea de 2006, con lo que podemos establecer el modelo italiano como pionero en este aspecto, y como referente en la elaboración de la normativa en España³⁰.

La importancia de la legislación italiana en nuestro ordenamiento, respecto a las fusiones apalancadas, supondrá que realicemos diversas menciones a lo largo de los siguientes apartados.

³⁰ *Vis.* Sánchez Dafos, J.A. (2005) "El efecto de la prohibición de asistencia financiera en las operaciones de Forward Merger LBO en España y el efecto de la reforma en Italia". *RdS* (24)

3.3 CUESTIONES ABIERTAS EN LA REGULACIÓN

Este apartado trata de analizar ciertas cuestiones que la regulación mantiene abiertas respecto al ámbito de las fusiones apalancadas, y, por ende, respecto a ciertos aspectos que el art. 35 LME sigue sin resolver, además de la compatibilidad con la asistencia financiera. Se tratará de entrar en detalle en aspectos concretos que siguen manteniendo opiniones dispares entre la doctrina, que incluso prácticamente no hayan recibido un análisis por parte de expertos juristas, además de ciertos aspectos más generales y trabajados por la doctrina, pero de gran relevancia para el correcto entendimiento de este tipo de operaciones.

3.3.1 *Ámbito Objetivo de Aplicación*

Como podemos observar en el primer párrafo del art. 35 LME, el supuesto trata de abarcar dos tipos de operaciones muy concretas, como son (i) la toma de control de una de las sociedades que participen en la fusión, o (ii) la adquisición de los activos de una de las sociedades que resulten vitales para desarrollar su actividad habitual o que sean de gran relevancia para su valor patrimonial.

Este segundo supuesto, supone un problema, sobre todo cuando nos fijamos en que el ámbito de la asistencia financiera recae sobre la adquisición de acciones o participaciones de una misma sociedad o sobre las de su matriz por un tercero. Ello deja claro que dentro de este supuesto no se incluye la adquisición de activos de una sociedad, por lo que podríamos plantearnos si existiría o no asistencia financiera.

La idea más lógica, es que el legislador ha querido entender que, en el momento de realizarse una operación de este calibre mediante la compra de activo, este ha desaparecido, evidentemente, del patrimonio de la vendedora, pero también del de la sociedad que lo recibe en beneficio de sus socios³¹, vaciando de esta forma el patrimonio de la sociedad.

Además, este carácter “esencial” que deben tener los activos es absolutamente relativo, pues estos pueden tenerlo, en el sentido de su función para que la sociedad pueda desarrollar su actividad habitual, en un tipo de compañía, mientras que en otra disponga de un carácter prescindible. En este sentido, la normativa y la doctrina no se manifiesta, echando en falta un posible carácter cuantitativo que permitiese determinar si realmente el activo dispone de un carácter esencial, y si su valor se considera suficientemente relevante al constituir la totalidad del patrimonio de la sociedad resultante de la fusión o de la vendedora.

³¹ Suele darse en casos de reducciones de capital con devolución de aportaciones o distribución de dividendos

Saco como conclusión, que cuando hablamos del supuesto de adquisición de activo deberá disponer de la suficiente relevancia en cuanto se establezca como prácticamente todo el valor patrimonial de la vendedora o la sociedad resultante de la fusión.

¿Podría ello plantear que la asistencia financiera entrara a analizar algún otro elemento que no fueran las acciones o participaciones, sino obligaciones convertibles o *warrants*, por ejemplo?

Como se ha ido viendo, la asistencia financiera se limita a supuestos concretos y limitados establecidos en la normativa. Sin embargo, su función, o una de sus principales funciones, es la de preservar la solvencia de la sociedad objeto, lo que se podría ver afectado por alguno de los productos financieros mencionados.

Las obligaciones convertibles, por tomar uno de las dos figuras mencionadas, son productos financieros híbridos que, transcurrida una fecha concreta, pueden pasar a convertirse en acciones³². Esto supone, que el producto mute en un momento determinado, pero que no mantenga siempre la misma forma.

Este tipo de producto financiero compuesto (formado por la obligación, por pago de intereses, y la opción, por la posibilidad de transformarse en acciones³³) conlleva un alto riesgo y pocas garantías para su adquirente, aunque un gran beneficio si la operación sale bien. Además, cabe mencionar que este tipo de productos no podrán ser convertibles en participaciones sociales por parte del emisor, como bien menciona el art. 401 LSC, lo que nos limita a la conversión en acciones.

Pese a que en cierto momento estas obligaciones se puedan llegar a convertir en acciones, esto es una mera posibilidad, que, aunque probable, no es segura, lo que hace difícil determinar si debería intervenir la asistencia financiera. Ciertamente es que entra dentro de su foco, pues pone en riesgo el objetivo que hemos mencionado de mantener la solvencia de la sociedad emisora, lo que, incluso, podría llegar a hacer plantear la posibilidad de desbordar el objeto de la figura de la asistencia financiera.

Sin embargo, mi opinión reside en la imposibilidad de esto, basado en la férrea y poco flexible regulación que recibe la asistencia financiera en España, que le dificulta abandonar el ámbito en el que se encuentra inmersa, teniendo fijado un objeto muy claro, establecido e inamovible, al menos por el momento, en la regulación y la doctrina. Ello no implica, que el régimen de asistencia financiera pudiera ampliarse en un futuro, manteniendo, eso sí, claras limitaciones, a ciertos productos financieros como este.

³² *Vis.* CNMV *Productos de inversión* [en línea] disponible en <<https://www.cnmv.es/portal/Inversor/Hibridos.aspx>>

³³ *Vis.* Tapia Hermida, A.J. (2012) *Obligaciones convertibles en el Derecho Español*. Madrid: La Ley

3.3.2 *Ámbito Subjetivo de Aplicación*

En este apartado se tratará de dilucidar los interrogantes que crean este tipo de proyectos sobre sus operadores. En este sentido, se buscará desvelar la posibilidad de quedar incluidas en el precepto las fusiones donde intervengan otras sociedades que no se consideren como sociedades de capital, así como las fusiones inversas, y los constructos societarios mixtos.

Para iniciar el análisis, cabe mencionar el art. 2 LME, el cual establece el ámbito subjetivo de la norma delimitando la aplicación de la LME a las sociedades mercantiles, un término muy abstracto y muy discutido que no acaba de circundar correctamente que sociedades se incluyen.

Entrando ya en las cuestiones que se plantean, es importante determinar que, el régimen del art. 35 LME se constituyó como *lex specialis*, como una norma para rebajar la incidencia de la asistencia financiera en el ámbito de las operaciones apalancadas. Pero en este sentido, como se ha visto en el análisis de la propia asistencia financiera, esta se contiene dentro de la LSC, lo que, en un principio, hace referencia a que esta figura no afectará a aquellas sociedades que no se configuren como sociedades de capital. No solo eso, sino que, en la normativa europea, la asistencia financiera tan solo se establece para las sociedades constituidas como sociedades anónimas.

El hecho de que la asistencia financiera ya se encuentre acotada en la normativa para una serie de sociedades concretas, no es determinante para que dicha figura no se pueda extrapolar a sociedades con una configuración distinta, por lo que debemos hurgar en su objeto.

Como ya se ha comentado, la asistencia financiera dispone de una finalidad de tutela de aspectos tanto patrimoniales como organizativos, pues bien, en el caso de intervenir una sociedad personalista, la tutela patrimonial se encuentra mucho menos acusada que en una sociedad de capital, principalmente debido a la inexistencia de un capital mínimo exigido, y a la responsabilidad ilimitada (arts. 127 y 148 CCo) que adquieren, por lo menos, uno de los socios³⁴, lo que difícilmente crea situaciones de impago³⁵. En cuanto a la tutela organizativa, y, por tanto, el posible abuso por parte de los administradores, se estima complicado por la configuración orgánica prototípica de este tipo de sociedades, en las que queda claramente diferenciada la función del administrador y del socio, sin que se produzcan disociaciones entre la propiedad y el control.

³⁴ Ello difiere según se trate de una sociedad colectiva o una sociedad comanditaria simple

³⁵ El único supuesto en el que surgiría un riesgo relevante para los acreedores sería aquel en el que todos los socios entraran en situación de concurso

Todo ello, en mi opinión, parece motivo suficientemente claro como para excluir las fusiones donde intervengan sociedades personalistas del ámbito del art. 35 LME.

En cuanto a las fusiones inversas, donde la sociedad adquirente no resulta ser la misma que la absorbente, pues es *Target* quien termina absorbiendo a la compradora, pese a producirse una diferencia en la estructura de la operación respecto a una fusión habitual, el resultado termina siendo el mismo.

En estos supuestos, pese a que la sociedad adquirente es quién promueve la fusión, es finalmente la adquirida la que absorbe a la adquirente, incorporando todo su patrimonio. Ello supone que la sociedad absorbente, como consecuencia de la situación de sucesión universal que se reproduce en las operaciones de fusión, devenga titular de la deuda contraída. Dado que la sociedad absorbente es objeto, anteriormente, de la adquisición por parte del adquirente, su configuración societaria será de relevancia, pues en el caso de constituirse *Target* como una sociedad personalista, no le será de aplicación el precepto del art. 35 LME, mientras que en los demás casos no existirá ningún inconveniente.

Por último, nos encontramos ante los constructos societarios mixtos, cuyo uso en la práctica ha resultado poco habitual en España, siendo más común en otros países de la Unión Europea como en Alemania, pero sin restar la posibilidad de que puedan intervenir, creando la duda de si se les podría aplicar el precepto.

La peculiaridad de esta configuración de sociedades reside en la composición de una sociedad, por otras sociedades como socios. Así, podría surgir el supuesto en que una sociedad comanditaria (sociedad personalista) estuviera integrada por una sociedad anónima (sociedad de capital) como su socio colectivo. En este supuesto, estaríamos ante una sociedad con características personalistas y capitalistas, de ello que se establezca como mixta. Las consecuencias que ello conlleva, o más bien la diferencia principal con una sociedad personalista, es que, el hecho de estar integrada por una sociedad de capital implicaría la limitación de la responsabilidad tanto sobre el capital del socio colectivo, como sobre las aportaciones de los comanditarios. Este factor resulta clave, pues el hecho de que exista una sociedad de capital que conforme la sociedad personalista, hace que la primera traslade parte de sus cualidades a la segunda.

En el momento en que esto sucede, entiendo que la estructura societaria debe considerarse como sociedad de capital frente a la asistencia financiera, y sobretodo, sobre el precepto aquí tratado de fusión apalancada dada la subsunción en el supuesto normativo.

La última razón por la que considerar a las estructuras societarias mixtas dentro de este precepto se encuentra en el hecho de que, de no hacerlo podría surgir la posibilidad de

encontrarnos con un supuesto de fraude de ley que causaría una afección considerable a la seguridad del tráfico jurídico, el cual se establece como un límite a la autonomía de voluntad relativa a los contratos de sociedades personalistas.

3.3.3 El Endeudamiento (Plazo y Cuantía)

El plazo de endeudamiento establecido en el art. 35 LME es de 3 años, es decir, haber contraído deudas en los 3 años inmediatamente anteriores al momento en que se dé el procedimiento de fusión. Este elemento temporal que se introduce supone una clara limitación a la normativa específica que envuelve este tipo de operaciones. El objetivo de establecer un plazo es el de crear un nexo causal entre el endeudamiento del adquirente y la posterior modificación estructural, por lo que cuando la operación se encuentra dentro de plazo concurre el nexo causal mencionado.

El elemento que plantea un interrogante respecto al plazo es el momento en que debería empezar a computarse este. Siguiendo el tenor literal de la norma, el *dies a quo* es el momento en que se entienden contraídas las deudas, lo que no debe entenderse como el momento de recepción del líquido, por lo que, siguiendo la teoría de contratos, esto se produce en el momento de la perfección. Además, no cabe duda de que, tratándose de préstamos bancarios disponen de la peculiaridad de disponer de un previo período de concurso de oferta y aceptación entre las partes, por lo que la barrera entre perfección y consumación, que no existe en los préstamos ordinarios por ser reales, se mantendría firme.

Pero el gran problema surge de la delimitación del *dies ad quem*, es decir, del momento a partir del cual se retrotrae el tiempo hacia atrás para contar los días hasta el *dies a quo* y comprobar que se han cumplido estos 3 años. Se discierne entre si este momento debe ser la suscripción del proyecto de fusión o la inscripción de la misma en el Registro Mercantil.

En mi opinión, compartida con parte de la doctrina, el momento ideal es el de la suscripción del proyecto, pues ese es el momento en el que los administradores comienzan a preparar la fusión y a estudiar si procede o no la aplicación del art. 35 LME. Tiene toda la lógica tomar este momento, pues, para empezar, el art. 35 se encuentra dispuesto en la Sección de la LME que trata sobre el proyecto de fusión, lo que ya nos da un claro indicio de la relación íntima que mantienen. Además, el resto de artículos incorporados a esta Sección, concretamente el 33 y 34 hacen referencia a los documentos que deberán acompañar al proyecto, mientras que el 35 describe las particularidades de estos, concretas para una operación apalancada. Si esto lo relacionamos con las obligaciones informativas, es decir, los dos informes indispensables para la aprobación del proyecto, de entre los que, el primero de ellos

determinará el momento que buscamos, sumado al plazo de 6 meses establecido en el art. 30.3 LME de que dispone la Junta General para aprobar el proyecto, parece obvio disponer de una intuición bastante certera del *dies ad quem*³⁶.

Pasando ya a discutir la cuantía del endeudamiento, considero que un aspecto que no queda claro y que es criticable es tanto la cuantía máxima como mínima, pues no se disponen en la normativa.

Queda claro que la normativa reguladora de este tipo de operaciones tiene como uno de sus principales objetivos, evitar un endeudamiento excesivo de la sociedad que resulte de la fusión llevada a cabo por los riesgos que pueden surgir. Sin embargo, y a pesar de tener este objetivo, no se ha preocupado por fijar un umbral, tanto máximo como mínimo, que se echa en falta, pues está claro que no todos los niveles de endeudamiento suponen el mismo riesgo. Pese a disponer de diversas fórmulas por las que fijar un umbral, como el EBITDA de la sociedad o en proporción a su valor, ha decidido mantener esta cuestión en el aire, tratando de igual forma a cualquier tipo de endeudamiento, resultando este inofensivo o de gran perjudicialidad para la sociedad objeto de la fusión, lo cual resulta un tanto excesivo, sobre todo si nos situamos en los extremos. Si a esto le sumamos la falta de unas bases metodológicas para medir, por ejemplo, los recursos disponibles de Target susceptibles al repago de la financiación, entre otros, el legislador crea una situación de gran disparidad e incluso peligro para aquellos niveles de endeudamiento, que en proporción con una situación económica estable y saneada, capaz de asumir dicha deuda, por parte de la sociedad adquirente, se consideran totalmente correctos.

3.3.4 El Informe de Expertos

El informe de expertos se constituye como un requisito indispensable inscrito en el apartado 3º del art. 35 LME, y se trata de un informe que debe ser elaborado por expertos independientes que analice la operación y determine si existe asistencia financiera a grandes rasgos.

Respecto al análisis de la operación, la cuestión central girará alrededor del sobre endeudamiento de la sociedad, por lo que, consecuentemente, se tratará de un juicio de razonabilidad sobre las indicaciones contenidas en el proyecto de fusión y el informe de los administradores. Ello supone un análisis de los datos económicos y financieros, comprobando la concordancia con los datos contables, así como con lo pactado en los

³⁶ Vis. Hernández Bengoa, A, y Ruiz-Gallardón, A., (2011) *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*. Barcelona: Bosch

contratos de financiación firmados, desembocando en un juicio sobre la posibilidad real de pago en base a las condiciones pactadas³⁷.

Sin duda la mayor controversia que existe respecto a este informe gira alrededor de la determinación por parte del experto de la existencia de asistencia financiera. Se trata de una cuestión de muy difícil interpretación que además se aleja de su precedente italiano en su art. 2.501bis, por lo que supone una gran dificultad el entrever cual era la intención real del legislador.

En primer lugar, debemos preguntarnos cuando se entiende que existe la asistencia financiera en una fusión apalancada y cuál debe ser el contenido del informe respecto a ella. Pues bien, el supuesto de asistencia ya lo conocemos, y como se ha ido viendo a lo largo de este trabajo, al término de la fusión la sociedad, normalmente, termina soportando la deuda generada por la operación, por lo que prácticamente todas las fusiones apalancadas constituyen un supuesto de asistencia financiera prohibida, o, por el contrario, debido al alto grado de tutela que recae sobre los acreedores, se convierten en operaciones perfectamente lícitas. En cualquier caso, la función de un experto independiente realizando un informe sobre la existencia de asistencia financiera resulta un tanto inútil³⁸. Si a esto le sumamos que el experto que se supone que tiene que dar una opinión técnica sobre el plan financiero, debe emitir también una opinión jurídica sobre la existencia de asistencia financiera, nubla aún más la posibilidad de llegar a un consenso sobre la necesidad de este informe y su función real.

En este sentido parece ser que son varias las posturas que ha ofrecido la doctrina, empezando por la hipótesis de que la necesidad de manifestación por parte del experto independiente se basa en un error de redacción. Resulta evidente que esta hipótesis no es lógica pues llegados a este punto y tras varios años desde su redacción, no se ha producido ninguna modificación al respecto, lo que implicaría que el experto tan solo debería manifestarse acerca de la existencia de asistencia financiera, pero sin explayarse acerca de si es prohibida o no.

Una segunda hipótesis sería la de la existencia de asistencia financiera en la operación de adquisición previa a la fusión. En este caso, supondríamos que la fusión en sí, quedaría fuera del precepto de prohibición gracias a la enervación del art. 35 LME, siempre que la sociedad resultante pudiera continuar su actividad sin problemas de solvencia, por lo que, lo que se pondría en duda sería la previa adquisición de control. Ello surgiría de, por ejemplo, que algunos de los activos de *Target* hubiesen sido

³⁷ Vid. Gimeno Ribes, M. (2015) *Endeudamiento empresarial y fusión de sociedades: Contribución al estudio de la fusión apalancada*. Madrid: Marcial Pons

³⁸ Vis. Rojo Fernández Río, A. y Beltrán Sánchez, E.M. (2011) *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, vol. 1. Madrid: Civitas

hipotecados o pignorados para la compraventa, por lo que se vulneraría el supuesto de prohibición.

Por último, la postura más acertada y con la que se coincide, entiende que el informe debe versar respecto a si el resultado de la operación de fusión coincide con la protección de la *ratio legis* de la prohibición de asistencia financiera, pues ello permitiría cumplir la Directiva de 2006/68/UE. Estamos hablando pues de un juicio técnico que analice que los fondos destinados a la operación sean recursos libres de la sociedad que preste la asistencia, y que cumplan con los niveles establecidos por dicha Directiva, implicando una flexibilización de la asistencia financiera, y concordando con los principios generales de integridad de capital social.

Bien es cierto que podríamos decir, en contra de la hipótesis anterior, que, en la práctica, en la mayoría de las operaciones de fusión apalancada rara vez se repagan las deudas con los fondos propios, lo que resultaría en una nulidad de todas las operaciones por exceder el límite impuesto en la Directiva mencionada. Sin embargo, lo más probable es que el objetivo de la norma no sea ese, sino que busque liberar todas las operaciones que entren en el supuesto de las ataduras de la asistencia financiera. Si a esto le sumamos que en numerosos ordenamientos europeos las fusiones apalancadas se consideran lícitas con independencia de este requisito en cuanto al repago de la deuda, encontramos totalmente lógica esta interpretación sobre la norma.

Cabe, en segundo lugar, preguntarse si es procedente que sea un experto independiente el que determine la existencia de la asistencia financiera.

Pues bien, dado que la figura del experto independiente suele ser una persona cualificada a nivel económico-contable, y que el término de asistencia financiera sobrepasa el ámbito económico y financiero, disponiendo de un fuerte componente jurídico, resulta bastante inapropiado. Este tipo de experto debería limitarse a opinar sobre la existencia de asistencia financiera en un plano económico, evaluando los niveles de fondos propios aportados, si existe sobreendeudamiento o si existe un debilitamiento contable de la sociedad a causa de la operación. Por ello, la decisión final y vinculante debería ser tomada por jueces y tribunales tomando la información económica aportada por el experto independiente, y aportando su visión como profesionales del derecho del plano jurídico para aportar una visión completa³⁹.

Para terminar, cabe preguntarse los efectos de la declaración por parte del experto independiente de la existencia de asistencia financiera en la operación.

³⁹ Vis. Serrano Acitores, A., (2013) *Leveraged Buyouts: El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo*. Pamplona: Thomson Reuters Aranzadi

En este caso, la controversia reside en la posibilidad de que el notario y el registrador puedan autorizar o inscribir la escritura de fusión. Como vemos, dado que el experto independiente debe pronunciarse sobre si existe asistencia financiera y no a su carácter prohibido o contrario a la ley, ello no puede suponer un impedimento hacia la figura del notario o registrador para negarse a autorizar o inscribir el acto, sumado a que no resulta clarificador si los efectos negativos de la nulidad recaen sobre la adquisición, la financiación o la propia fusión. Lo que no se puede negar, es que la decisión de juicio negativo tomada por el experto independiente sirva de base para una posible impugnación.

En la práctica, esta situación no suele darse, pues al emitir el experto un juicio negativo, los administradores no suelen ni plantear la operación a los socios dado el peligro que correrían de caer en responsabilidad de administradores de darse una impugnación posterior. Sin embargo, de darse el caso, el registrador que la califique no se encontrará vinculado por lo dicho por el experto, debiendo calificar la fusión teniendo en cuenta el cumplimiento de la legalidad de los acuerdos adoptados, es decir, respecto a la legalidad de los informes y documentación a aportar. Con esto se concluye que el registrador no debe, por lo tanto, entrar a calificar y valorar el informe del experto, pues ello implicaría la valoración de la intención de las partes respecto a la operación, elemento subjetivo que corresponde a los jueces y tribunales.

3.3.5 La Relación con el Concurso

Como hemos podido observar, el objetivo de la asistencia financiera no se limita a la protección de los socios y acreedores de la sociedad afectada, sino que también trata de proteger el patrimonio y la solvencia. Esto nos lleva a la posibilidad existente de que una fusión apalancada pueda conllevar la situación de concurso de una sociedad como consecuencia del perjuicio que puede generar en la situación financiera de esta, cayendo en situación de insolvencia.

En este sentido, deberemos hacer hincapié en el choque con la normativa concursal, teniendo presente en todo momento los dos problemas que ello plantea, (i) la posibilidad de considerar la fusión como un acto perjudicial para la masa; y (ii) el cruce que se produce entre la clasificación de créditos que establece la normativa concursal y el orden de prelación de cobro que se establezca en el contrato de financiación del LBO y en el acuerdo entre acreedores⁴⁰.

Adentrándonos ya en los dos problemas planteados, respecto al primero de ellos, parece ser que la doctrina mantiene dos puntos de vista. En un primer instante y

⁴⁰ *Vis.* Beigveder Montero, A. (2009) "Fusión apalancada, rescisión concursal y Proyecto de Ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles". *RdDCyP* (10)

manteniéndose fieles al texto de la LC, se dice que no existiría problema alguno en aplacar la fusión apalancada, ya ejecutada, en concurso, conforme al texto del art. 71.1 LC, el cuál dispone que *“serán rescindibles los actos perjudiciales para la masa activa realizados por el deudor dentro de los dos años anteriores a la fecha de la declaración, aunque no hubiere existido intención fraudulenta”*. Parece plasmarse con claridad esta idea si leemos este artículo, por lo que la operación de fusión parece ser totalmente objeto de rescisión, acreditándose el perjuicio sobre el patrimonio del deudor al demostrarse el mayor valor de este de no haberse producido la operación de fusión.

Por otro lado, existe otra opinión de la doctrina, la cual interpone ciertos preceptos de la LME, como motivos por los que se podría cuestionar la afección de la fusión en el concurso. Es en este caso en el que deberemos acudir al art. 47 LME, sobre la impugnación de la fusión, y concretamente a sus primeros dos apartados, los cuales dicen:

“1. Ninguna fusión podrá ser impugnada tras su inscripción siempre que se haya realizado de conformidad con las previsiones de esta Ley. Quedan a salvo, en su caso, los derechos de los socios y de los terceros al resarcimiento de los daños y perjuicios causados.

2. El plazo para el ejercicio de la acción de impugnación caduca a los tres meses, contados desde la fecha en que la fusión fuera oponible a quien invoca la nulidad.”

Vemos como se ofrece una gran protección a estas operaciones, pues en el primer apartado se blinda la fusión de cualquier tipo de impugnación una vez inscrita, y siempre que haya seguido las previsiones de la LME, con sus particulares, y obvias, excepciones, mientras que en el segundo apartado se establece el brevísimo plazo de 3 meses para impugnar la fusión.

Pero es que además de esto, se realiza una crítica en cuanto a la aplicación del art. 71 LC, y es que no solo supone una dificultad de materialización prácticamente imposible, sino que, además, resulta en una gran inseguridad jurídica. Imaginando por un momento que se lograra la impugnación de una fusión apalancada, la rescisión de esta supondría, aplicando el art. 73 LC, la declaración de ineficacia de ciertos pagos y su reintegro a la masa activa, junto con sus frutos e intereses. Pero es que el peor escenario surgiría de declarar nula la operación, pues en tal caso, debería deshacerse la fusión de *Target* con *Newco*, lo que supondría la reintegración del patrimonio de la sociedad absorbente a una sociedad extinguida del tráfico jurídico, que tendría que “renacer”. Por último, de concurrir en los socios de *Target* los requisitos del art. 73 LC, devendrían acreedores subordinados de la propia *Target* además de deber restituir el precio percibido de la operación. Como vemos, el conjunto de los elementos que conforman las operaciones

LBO, y las consecuencias de su posible cabida en un concurso, podrían incluso generar un perjuicio mayor, además de ver cómo sería prácticamente imposible llevar a cabo una acción de nulidad sobre ellas.

Respecto al segundo problema planteado al inicio de este apartado, es importante tener en cuenta dos cuestiones. Primeramente, que en aplicación del art. 61.2 LC la declaración de concurso no puede incluirse como un supuesto de vencimiento anticipado en un contrato de financiación, pues ello supondría la nulidad de la cláusula en cuestión.

En segundo lugar, como vimos en el primer bloque acerca de las adquisiciones apalancadas, la financiación suele instrumentarse de distintos tipos de deuda, tanto deuda garantizada como deuda subordinada, lo que supone que entre ellas se establezca una especie de jerarquía respecto a cobros y garantías, formalizada mediante un contrato entre los acreedores. Sin embargo, dicha jerarquía dispone de un carácter contractual, lo que implica que solo sea vinculante para las partes firmantes del contrato, así como que no afecte a la calificación de los créditos⁴¹ en el supuesto en el que se entre en una situación de concurso. Esta consecuencia podría llegar a crear un grave perjuicio entre los distintos acreedores inmersos en la fusión y con un derecho de crédito, pues podría ocurrir que un acreedor de deuda subordinada pasara por delante de un acreedor de deuda garantizada⁴². Es por ello, que se suele pactar en el mismo contrato de acreedores unas reglas de reparto posterior al concurso para respetar el orden jerárquico establecido entre ellos.

⁴¹ La calificación de los créditos puede establecerse como privilegiados (con privilegio especial o general), ordinarios y subordinados, siguiendo este orden en la prelación de cobros

⁴² Dado que el acreedor que inste a concurso a la sociedad en insolvencia recibirá una calificación de sus créditos de privilegiados generales (hasta el 50% de su importe y siempre que no fueran subordinados), podría darse el caso que un acreedor de deuda de tipo *mezzanine*, convirtiera su crédito en privilegiado y de mejor rango que un acreedor con deuda garantizada

4. CONCLUSIONES

Para terminar, se realizará una breve conclusión de los puntos más destacados en el trabajo, principalmente del tercer bloque donde se ha hecho constar la parte más analítica y de investigación.

Primera. Tras haber entrado a analizar toda la legislación redactada acerca del régimen de asistencia financiera, así como la doctrina y jurisprudencia que ha tratado de entender el mensaje del legislador, desarrollarla y darle un sentido, creo que parece claro que la intención del legislador ha sido el tratar de flexibilizar esta figura, presente en nuestro ordenamiento de una forma aparentemente rígida y estricta.

En este sentido, respecto a la fusión apalancada, el art. 35 LME trata de aparentar más flexibilidad, o si más no, de proteger este tipo de operaciones frente al daño que les podría suscitar la asistencia financiera, otorgando una serie de garantías para mantenerlas vivas. Sin embargo, en este intento, el legislador no corre la suerte de clarificar todos los inconvenientes que parecen surgir de la regulación, dejando la última valoración e interpretación de estos a la doctrina.

Tras sacar en claro las funciones principales de la asistencia financiera, y concretamente sobre las fusiones apalancadas, que recordemos que consistían en el mantenimiento del patrimonio evitando un sobreendeudamiento que lleve a la sociedad a una situación y limite, y el evitar un abuso por parte de los administradores, los vacíos que deja abiertos el art. 35 LME provocan que sea la doctrina la encargada de interpretar la existencia o no de asistencia financiera en una fusión apalancada. Recordemos que ello se tiene que individualizar caso por caso, comprobando que en el propio supuesto concurren la posibilidad real de obtener una serie de recursos reales para lograr repagar la deuda contraída, así como la existencia de un motivo que no se limite al simple traslado de la deuda y el riesgo a la sociedad objetivo.

Segunda. Respecto al ámbito objetivo tratado, se ha visto como se trata de incluir el precepto de fusiones apalancadas, no solo el control de una sociedad, sino también la adquisición de su activo, el cual tiene que presentarse como activo relevante o esencial sin el que la sociedad no podría funcionar.

Frente a ello se ha planteado la posibilidad de incluir como objeto de la asistencia financiera las obligaciones convertibles, lo cual ha terminado en una negatoria dada la firmeza del objeto de esta figura que cuesta extenderse a otros ámbitos que se alejen, alentada por su complejidad y las graves consecuencias que su declaración puede comportar.

Tercera. Tratando de indagar en los actores intervinientes en esta clase de operaciones, surgió la curiosidad de ver si existía la posibilidad de que la protección del art. 35 LME recayera sobre fusiones apalancadas donde uno o todos los actores fueran sociedades no capitalistas. Sin embargo, las sociedades personalistas disponen de características que las imposibilitan sobre esta capacidad, a causa de la responsabilidad ilimitada de sus socios y su estructura orgánica prototípica, que no les permiten incluirse en los supuestos.

Pero entonces surgen las estructuras societarias mixtas, donde ambas tipologías societarias se entremezclan creando estructuras conformadas de base por sociedades personalistas, integradas por sociedades capitalistas. Es este último matiz el que permite que sean incluidas en la aplicación del art. 35 LME, gracias a la mitigación de la responsabilidad ilimitada y el cambio organizativo, otorgándole un carácter que dispone de las garantías necesarias como para no verse afecto en caso de fusión apalancada.

La última duda surgía respecto a las fusiones inversas, ese supuesto en el que la sociedad absorbente termina siendo la sociedad adquirida. La clave se encuentra en la configuración societaria de la sociedad adquirida pues será la que absorba a la otra, determinando la imposibilidad de entrar en el precepto si esta se conforma como sociedad personalista.

Cuarta. El precepto del art. 35 LME establece un elemento temporal por el cual se tiene que haber generado el endeudamiento con una anterioridad de 3 años a la fusión. La dificultad surgía en interpretar en qué momento se empezaba a contar y cual se tenía en cuenta para contar hacia atrás.

Respecto al primero, se debe destacar que no surgía tanta duda, pues siguiendo la teoría de contratos parece que el momento adecuado es el de la perfección del contrato al estar frente a un préstamo bancario. Respecto al segundo, ya surgen más dificultades, aunque la lógica, teniendo en cuenta las obligaciones informativas, la localización del artículo y la actuación de los administradores, se da bastante claridad a la idea de que la formulación del proyecto de fusión es el momento.

Respecto a la cuantía, es extraño que el legislador no fije un umbral, una cantidad máxima o mínima de endeudamiento por la que aplicarse el precepto, y más disponiendo de parámetros por los que poder hacerlo, dejando así financiaciones de cuantías irrisorias afectas.

Quinta. Para mí de las cuestiones más controvertidas es el informe del experto independiente.

Para empezar, se ha visto como la figura del experto, dadas sus dos obligaciones de análisis que le llevan tanto al plano económico como jurídico, debería ser alguien entendido en los dos campos.

Su obligación principal versa en un análisis de razonabilidad sobre la eliminación de las asimetrías informativas que el proyecto genera, para preservar su independencia. Su primera función se trata de un análisis económico financiero de la operación, sin controversia alguna pues se trata de determinar la capacidad de repago de la deuda.

La controversia surge cuando el experto debe analizar si se da asistencia financiera, a lo que se concluye que este no tendrá que entrar a estudiar la materialidad de la razón, sino simplemente manifestar si existe o no, pues en caso contrario serán los jueces y tribunales los que entren a dar el motivo.

Por último, y por lo dicho anteriormente, los notarios y registradores no podrán negarse a autorizar o inscribir la operación.

Sexta. Por último, ya en el trato de la fusión en un supuesto concursal, la duda surge en la posibilidad de rescisión de las operaciones de fusión apalancada, así como en el orden de prelación de cobro y la calificación de los créditos.

Respecto a la primera cuestión, parece ser que este tipo de operaciones se pueden entender incluso en el precepto del art. 71 LC, sin embargo, la LME las protege frente a las posibles impugnaciones con grandes restricciones. A esto se le debe sumar la práctica imposibilidad de llevar a cabo la rescisión de una operación de este calibre, que supondría incoherencias como el restituirle patrimonio a una sociedad extinguida del tráfico mercantil y jurídico.

En cuanto a la segunda cuestión, será de vital importancia dejar atado en la constitución del contrato el orden jerárquico de cobro en caso de concursos para que no produzcan alteraciones entre créditos de mayor o menor relevancia en su calificación.

5. BIBLIOGRAFÍA

5.1 DOCTRINA

- Agúndez, M.A. y Martínez-Simancas, J. (2010) *Cuadernos de Derecho para Ingenieros: Financiación*. Madrid: LA LEY – Grupo Wolters Kluwer
- ASCRI (2011) *Informe de Capital Riesgo & Private Equity en España* [en línea] disponible en < <https://www.ascri.org/wp-content/uploads/2011/07/Informe-ASCRI-2011.pdf>> [5 diciembre 2019]
- BBVA (3 abril 2015) *Artículos del BBVA, Educación Financiera* [en línea] disponible en <<https://www.bbva.com/es/la-deuda-subordinada/>>
- Beigveder Montero, A. (2009) “Fusión apalancada, rescisión concursal y Proyecto de Ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles”. *RdDCyP* (10)
- CNMV *Productos de inversión* [en línea] disponible en <<https://www.cnmv.es/portal/Inversor/Hibridos.aspx>>
- Cruz Manzano, M. “La evolución para las operaciones de Leveraged Buy Out y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera”. *Revista Estabilidad Financiera* [en línea] (13). Banco de España. Disponible en <<https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RvistaEstabilidadFinanciera/07/Fic/IEF200713-2.pdf>> [9 diciembre 2019]
- De la Merced, M.J. y Ross Sorkin, A. (2013) “Berkshire and 3G Capital in a \$23 Billion Deal for Heinz”. *The New York Times* 13 February. Disponible en <<https://dealbook.nytimes.com/2013/02/14/berkshire-and-3g-capital-to-buy-heinz-for-23-billion/>> [9 diciembre 2019]
- Gimeno Ribes, M. (2015) *Endeudamiento empresarial y fusión de sociedades: Contribución al estudio de la fusión apalancada*. Madrid: Marcial Pons
- Hernández Bengoa, A, y Ruiz-Gallardón, A., (2011) *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*. Barcelona: Bosch
- Herrero Mazarío, C. (2019) “Algunas consideraciones a la autocartera desde la perspectiva de la prohibición de asistencia financiera”. *Revista Lex Mercatoria* 10 (8)
- Herrero, D. (2011) “Financiación mezzanine: situación actual y perspectivas”, *RECR* (4)
- Lorenzo Camacho, M.S. (2018) *La prohibición legal de asistencia financiera para la adquisición de acciones*. Granada: Editorial Comares
- Pino, A. “Dos sentencias del TS sobre asistencia financiera prohibida en sociedades anónimas y de responsabilidad limitada”. *Publicaciones – CMS Albiñana & Suárez de*

Lezo [en línea]. Disponible en <<https://cms.law/es/esp/publication/dos-sentencias-del-ts-sobre-asistencia-financiera-prohibida-en-sociedades-anonimas-y-de-responsabilidad-limitada>>

- RECR *Asset Stripping* – *Glosario* [en línea] disponible en <<http://www.recari.es/detalleGlosario.php?sec=1&id=6>>

- Rojo Fernández Río, A. y Beltrán Sánchez, E.M. (2011) *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital, vol. 1*. Madrid: Civitas

- Sánchez Dafos, J.A. (2005) “El efecto de la prohibición de asistencia financiera en las operaciones de Forward Merger LBO en España y el efecto de la reforma en Italia”. *RdS* (24)

- Serrano Acitores, A., (2013) *Leveraged Buyouts: El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo*. Pamplona: Thomson Reuters Aranzadi

- Tapia Hermida, A.J. (2012) *Obligaciones convertibles en el Derecho Español*. Madrid: La Ley

- Vaquerizo Alonso, A. (2003) *Asistencia Financiera para la adquisición de acciones propias*. Madrid: Civitas

- Vives Ruiz, F. (2009) *La Validez de los LBO en el Derecho español* Madrid: Tesis doctoral de la Universidad Pontificia de Comillas

5.2 LEGISLACIÓN

- Companies Act 1929
- Companies Act 1948
- Companies Act 1981
- Companies Act 1984
- Directiva 2006/68/CE, 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 del Consejo Europeo en materia de Sociedades, del 13 de diciembre de 1976 (77/91/CEE)
- Ley 19/1989, de 25 de julio, de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la Comunidad Económica Europea (CEE) en materia de Sociedades
- Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada
- Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal (Texto Consolidado)
- Ley 3/2009, de 3 de abril, de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles
- Real Decreto 1382/1985, de 1 de agosto, por el que se regula la relación laboral de carácter especial del personal de alta dirección
- Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica el Código de Comercio (Texto Consolidado)
- Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil (Texto Consolidado)
- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (Texto Consolidado)
- Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (Texto Consolidado)

5.3 JURISPRUDENCIA

- Trevor v. Whitworth (1887), 12 App. CAS 409
- STS 472/2010, 20 de julio de 2010
- STS 413/2010, 2 de julio de 2012
- STS 779/2012, 9 de diciembre de 2012
- STS 449/2014, 4 de septiembre de 2014