

Trabajo Fin de Grado

FUSIONES APALANCADAS Y PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA

Autor/es

Gonzalo Ferro González

Director/es

Esther Hernández Sainz

Facultad de Derecho
2015

ÍNDICE

I. INTRODUCCIÓN

1. Delimitación del objeto de estudio: la posible infracción de la prohibición de asistencia financiera en el marco de una fusión apalancada
2. Relevancia del problema
3. Metodología

II. LA FUSIÓN APALANCADA. Delimitación de la figura

1. Fundamentos económicos
2. Regulación. En particular, el art. 35 LME
3. Procedimiento general de una fusión apalancada
4. Modalidades

III. LA PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA

1. Origen de la prohibición
2. Normativa comunitaria
3. Regulación española

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

1. Situación anterior a la entrada en vigor del artículo 35 LME
2. Situación actual: el artículo 35 LME y la prohibición de la LSC
3. La compatibilización entre la fusión apalancada y la prohibición de asistencia financiera
 - 3.1. El endeudamiento
 - 3.2. El informe de los administradores
 - 3.3. El informe de los expertos

V. CONSECUENCIAS DE LA INFRACCIÓN DE LA PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA EN EL MARCO DE UNA FUSIÓN APALANCADA

VI. CONCLUSIONES

VII. BIBLIOGRAFÍA Y REFERENCIAS DOCUMENTALES

LISTADO DE ABREVIATURAS

UTILIZADAS

LBO	Leveraged Buy-Out
LME	Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles
MBO	Management Buy-Out
MBI	Management Buy-In
BIMBO	Buy-In Management Buy-Out
LEBO	Leveraged Employee Buy-Out
IBO	Institucional Buy-Out
NewCo	New Company
LSC	Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital
CCom	Código de Comercio
CC	Código Civil

I. INTRODUCCIÓN

1. Delimitación del objeto de estudio

El trabajo aborda la posible infracción de la prohibición de asistencia financiera en el marco de una fusión apalancada. En consecuencia, se analizará la figura de la fusión apalancada desde una perspectiva económica y jurídica para tratar de explicar sus ventajas e inconvenientes, y el tratamiento que recibe en la normativa española. Asimismo, se procederá al estudio de la prohibición de asistencia financiera, atendiendo a su origen y evolución así como a su regulación actual. Por último, se tratarán de exponer las posibles situaciones de compatibilización entre ambas figuras atendiendo a los elementos clave que determinan la licitud de las operaciones estudiadas, señalando a su vez las consecuencias de la vulneración de la prohibición de asistencia financiera.

2. Relevancia del problema

Las fusiones apalancadas son operaciones considerablemente habituales en el tráfico mercantil que además han aumentado su volumen en los últimos años¹, por lo que su análisis resulta interesante para entender el funcionamiento de las adquisiciones de empresas hoy en día. Asimismo, la complejidad de su funcionamiento unido a la deficiente regulación en la normativa española, exigen de un estudio de las situaciones en las que las fusiones apalancadas son lícitas al no vulnerar la prohibición de asistencia financiera.

3. Metodología

El presente trabajo consiste en un estudio de carácter jurídico, si bien con algún apunte económico, sobre las fusiones apalancadas y la prohibición de asistencia financiera. Para su realización, se han utilizado referencias normativas, doctrinales y jurisprudenciales.

En primer lugar, los preceptos analizados en este trabajo son, por un lado, el artículo 35 LME que regula las fusiones apalancadas, y por otro, los artículos 143.2 LSC y 150 LSC, que regulan la prohibición de asistencia financiera en sociedades limitadas y anónimas, respectivamente. Asimismo, en relación a las consecuencias de la infracción de la prohibición, también se ha analizado el artículo 6.3 CC, referido a la

¹ «El Private Equity en España en 2014», *Web Capital Riesgo*, 2014, pág. 5.

nulidad de los actos, y los artículos 236 y 157 LSC sobre la responsabilidad de los administradores.

En segundo lugar, las referencias doctrinales en este trabajo son continuas ya que estamos ante una cuestión complicada de analizar sin el apoyo de autores especializados, puesto que la compatibilización entre las dos figuras estudiadas, como veremos posteriormente, no tiene una solución clara en la ley, lo que nos lleva necesariamente al apoyo doctrinal, que en muchas ocasiones está dividido, si bien nos permite encontrar un sistema adecuado para resolver los problemas de las fusiones apalancadas en relación a la prohibición de asistencia financiera.

Por último, se ha utilizado jurisprudencia sobre estos asuntos, aunque los Tribunales españoles todavía no han realizado las suficientes sentencias para un estudio extenso del problema concreto, por lo que se han utilizado algunas resoluciones de otras áreas del Derecho referidas a las fusiones apalancadas que han aportado la visión de los tribunales sobre el tema concreto del trabajo.

II. LA FUSIÓN APALANCADA. Delimitación de la figura

El concepto de adquisición apalancada o *Leveraged Buy-Out* (en adelante LBO) se refiere a una sofisticada fórmula jurídico económica mediante la cual una sociedad toma el control de otra o compra activos esenciales de esta última, con la característica principal de utilizar fondos procedentes en su mayor parte de financiación ajena, que acaba siendo amortizada con el patrimonio de la adquirida². En nuestro estudio nos centraremos en la figura de la fusión apalancada, modalidad de adquisición apalancada caracterizada por la existencia de una fusión posterior entre la sociedad adquirida y la adquirente. Así pues, procedemos a delimitar sus fundamentos económicos, regulación, modalidades y procedimiento.

² AURIOLES MARTÍN, A., «Los leveraged buy-out's y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas», *RDBB*, nº 51, 1993, pp. 638 y ss.; HERNÁNDEZ SAINZ, E., «Fusión posterior a una toma de control o a una adquisición de activos relevantes con endeudamiento de la adquirente», *Transmisiones de empresas y modificaciones estructurales de sociedades*, Bosch, Barcelona, 2010, pp. 481; MARTÍ MOYÁ, 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) p. 609.

1. Fundamentos económicos

Para el análisis de la figura de la fusión apalancada es necesario un conocimiento previo de los fundamentos económicos que subyacen en esta operación financiera, ya que resultarán relevantes para el posterior estudio de su faceta jurídica y para la determinación de su legalidad en el ordenamiento jurídico español.

El origen de esta operación radica en el interés de una sociedad por hacerse con el control o adquirir activos esenciales de una segunda sociedad, conocida como sociedad objetivo o *Target*. El elemento distintivo de esta operación es que la adquirente para alcanzar su objetivo recurre a financiación ajena (combinando generalmente deuda garantizada con *junk bonds* y deuda subordinada³), que será amortizada a través de los *cash-flow* futuros de la *Target* o incluso mediante de la venta de parte de sus activos. En consecuencia, la característica principal del LBO es que, como expone de manera muy acertada María Cristina Fernández Fernández «la posibilidad de obtener financiación no se apoya en la solvencia económica de la entidad adquirente sino en una combinación de la capacidad de generación de circulante y de la protección ofrecida por el valor de los activos de la sociedad adquirida». Esto significa que para la sociedad adquirente es suficiente con una mínima aportación de recursos propios para la operación, pues su coste será repercutido en gran medida sobre el patrimonio de la *Target*.

En referencia a la fusión apalancada entre sociedades, la única especialidad en relación con el proceso de adquisición apalancada, es la fusión posterior a la operación de toma de control mediante financiación ajena, es decir, en primer término se lleva a cabo la fórmula expuesta, para una vez que la sociedad adquirente tiene el control de la *Target*, se proceda a la fusión de ambas sociedades, procedimiento que explicaremos en este estudio detalladamente.

Como es lógico, esta operación tiene algunas ventajas y desventajas desde la perspectiva financiera y económica. De un lado, facilita las reestructuraciones empresariales, puede aumentar el valor de la empresa, y puede ser una opción adecuada para empresas sobrecapitalizadas. No obstante, también existen importantes riesgos, como el uso de esta operación para la especulación financiera por parte de los adquirentes, y el desmantelamiento de la *Target* como consecuencia de la venta de sus activos para amortizar la deuda⁴. En definitiva, desde una perspectiva económico-

³ AURIOLES MARTÍN, A., «Los leveraged buy-out's...» *cit.*, pp. 638 y ss.

⁴ FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, C., «La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones como obstáculo a ciertas compras apalancadas de empresas o Leveraged Buy-Outs»,

financiera, es importante que el proyecto empresarial que se trata de llevar a cabo mediante una fusión apalancada sea lo suficientemente viable para que los riesgos de la operación se vean minimizados, si bien siempre existirán dos sujetos en situación de debilidad frente al resto en este tipo de operaciones: los acreedores de la *Target* y los socios minoritarios de la misma. Los primeros pueden verse afectados por el aumento del endeudamiento de la sociedad para hacer frente al pago de la financiación ajena contraída para hacerse con el control social, mientras que los socios minoritarios se verán afectados porque presumiblemente, la sociedad destinará gran parte del flujo de caja al pago de la deuda contraída en vez de destinarlo al pago de dividendos o constitución de reservas, por ejemplo⁵.

2. Regulación. En particular, el art. 35 LME

La fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente, o fusión apalancada, está regulada en nuestro ordenamiento en el artículo 35 de la Ley 3/2009 sobre Modificaciones Estructurales de Sociedades Mercantiles, donde se prevén unos mecanismos concretos para la protección de acreedores y socios en referencia a este tipo de operaciones.

En primer lugar, debemos aclarar que no todos los supuestos de fusión apalancada son objeto de regulación. La citada norma establece que solo quedan comprendidos en su ámbito de aplicación, los supuestos en que la sociedad adquirente hubiera contraído deudas en los últimos tres años «para adquirir el control de otra que participe en la operación de fusión o para adquirir activos de la misma esenciales para su normal explotación o que sean de importancia por su valor patrimonial». En consecuencia, una sociedad que se encuentre en dicha situación deberá cumplir una serie de reglas, expuestas en el propio artículo. La primera de ellas hace referencia a la necesidad de indicar en el proyecto de fusión los recursos y plazos previstos para la satisfacción de la deuda contraída por la sociedad resultante para la adquisición del control o de los activos. Por otro lado, la norma establece la exigencia del informe de los administradores sobre el proyecto de fusión donde deben indicarse las razones justificativas de la operación, así como la incorporación de un plan económico y financiero. Por último, es necesario el informe de los expertos sobre el proyecto de

Revista de Derecho Mercantil, nº 232, pp.578-580; HERNÁNDEZ SAINZ, E., «Fusión posterior a una toma de control ...», *cit.*, pp. 490 y 491.

⁵ FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, C., «La prohibición de », *cit.*, pp. 626 y 627.

fusión, el cual debe contener un juicio sobre la razonabilidad de la devolución de la deuda y del plan económico y financiero, anteriormente citados.

En resumen, a una sociedad que se encuentre en el ámbito de aplicación de este artículo 35 LME le serán exigidos tres documentos: el proyecto de fusión, el informe de los administradores y el informe de los expertos, siendo este último exigible «incluso cuando se trate de acuerdo unánime de fusión».

Gran parte de la doctrina ha criticado la regulación de las fusiones apalancadas, pues las deficiencias y dudas interpretativas del artículo son evidentes. En primer lugar, no se aclara nada acerca de la cantidad de endeudamiento a la que se puede someter la sociedad adquiriente, sino que el precepto se centra en su finalidad, es decir, la toma de control de *Target* o la adquisición de activos relevantes de la misma, si bien existen diversas situaciones en las que el endeudamiento se produce sin ninguna finalidad concreta⁶. Por otro lado, la regulación sobre las fusiones apalancadas trae consigo un mayor entorpecimiento de dichas operaciones, al haber mantenido el legislador la regulación de asistencia financiera en los mismos términos, y no haber aclarado la relación entre dicha figura y las fusiones apalancadas⁷.

En definitiva, el legislador a través del enunciado del artículo 35 LME contempla una amplia variedad de supuestos, estableciendo como requisitos para su licitud (entendida en su conjunto) la viabilidad económica expuesta en el juicio de razonabilidad del informe de los expertos, independientemente de la existencia de asistencia financiera, que deberá analizarse en la segunda parte de dicho informe⁸; así como las justificaciones elaboradas en el informe de los administradores. Por tanto, se generan dos posibles situaciones, la de la sociedad que se endeuda de una manera razonable con un fin empresarial justificado, y que será lícita, y la que únicamente pide financiación ajena para sufragar el coste de la operación de fusión, que como es lógico, será ilícita⁹.

⁶ SÁNCHEZ-CALERO, J., y FERNÁNDEZ TORRES, I., «Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, nº14 (2011) p. 114.

⁷ HERNÁNDEZ SAINZ, E., «Fusión posterior a una toma de control ...», *cit.*, pp.499 y 500.

⁸ GIMENO RIBES, M., «Fraude fiscal y fraude mercantil en el Merger Leveraged Buy-Out», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº130 (2013) p.140.

⁹ MARTÍ MOYÁ, V., «El Merger Leveraged Buy-Out...», *cit.*, p. 621.

3. Modalidades

Las operaciones de LBO tienen un gran número de posibilidades técnicas, que abordaremos a través de tres principales clasificaciones¹⁰. Así pues, según el objeto de la adquisición, podemos hablar de *Asset LBO*¹¹ o *Stock LBO*, según la adquisición sea de activos de la *Target*, en el primer caso, o la finalidad sea la toma de control mediante adquisición de acciones o participaciones, en el segundo; siempre y cuando, como es lógico, se haga con previo endeudamiento de la adquirente. Ahora bien, debemos tener en cuenta que únicamente nos encontraremos ante una fusión apalancada si con posterioridad a que se produzca esa adquisición de activos o de acciones o participaciones se produce la fusión entre la sociedad adquirente y la sociedad objetivo.

Por otro lado, según los sujetos que intervienen en la operación, podemos encontrarnos ante un *Management Buy-Out* (MBO), cuando los promotores son los administradores actuales de la *Target*; un *Management Buy-In* (MBI), si los promotores son antiguos administradores de la sociedad adquirida; un *Buy-In Management Buy-Out* (BIMBO), si los promotores son antiguos y actuales gestores; un *Leveraged Employee Buy-Out* (LEBO), si los promotores son personal de la *Target*; y por último, *Institucional Buy-Out* (IBO), si quienes venden su participación son inversores institucionales. Es importante tener en cuenta que cada modalidad de adquisición apalancada tiene sus propias especificaciones en cuanto a su licitud, por lo que posteriormente será necesario atender a esta clasificación para el estudio de la compatibilización con la prohibición de asistencia financiera.

Centrándonos en la fusión posterior a toma de control de una sociedad a otra, podemos encontrar dos fórmulas para el desarrollo de la operación, siendo la primera denominada fusión directa o *Forward Merger LBO*, donde la sociedad adquirente absorbe a la sociedad objetivo; y otra fórmula denominada fusión inversa o *Reverse Merger LBO*, donde es la sociedad objetivo quien absorbe a la adquirente. En conclusión, la ingeniería financiera y jurídica en el ámbito de adquisiciones apalancadas es muy variada, si bien para nuestro estudio nos interesan las operaciones tanto de *Forward Merger LBO*, como de *Reverse Merger LBO*, por ser las más controvertidas en su compatibilización con la prohibición de asistencia financiera.

¹⁰ HERNÁNDEZ SAINZ, E., «Fusión posterior a una toma de control ...», *cit.*, pp.489 y 490.

¹¹ AURIOLES MARTÍN, A., «Los leveraged buy-out's...» *cit.*, pp. 638 y ss.

4. Procedimiento general de una fusión apalancada

Generalmente, las fusiones apalancadas se realizan mediante la fórmula de *Forward Merger* LBO, pues es más sencillo salvar la prohibición de asistencia financiera¹². En la operación se constituye una sociedad *ad hoc* denominada *New Company* (en adelante *NewCo*), participada íntegramente por el grupo promotor, con un capital social no muy elevado, y siempre con un valor muy inferior al de las acciones de la *Target*. La *NewCo* es la sociedad que adquirirá las acciones o participaciones de la sociedad objetivo mediante financiación ajena, junto con los limitados recursos propios de que disponga, para tomar el control de esta última. La estructura financiera más utilizada en España, se compone de entre un 20-40% de capital social de la *NewCo*, un 30-70% de deuda garantizada con activos o acciones de la *Target* (*senior debt*), y el resto, con financiación de un riesgo elevado de impago (deuda subordinada)¹³. A continuación, se llevará a cabo la fusión de ambas sociedades, en el caso que entendemos más común, por absorción de la *Target* por parte de la adquirente, quedando integrados ambos patrimonios en la misma sociedad, y permitiendo la amortización de la deuda con los patrimonios de las dos sociedades ahora fusionadas¹⁴.

Por otro lado, aun no siendo tan común en el ámbito de las adquisiciones apalancadas, conviene explicar el funcionamiento de la fórmula de *Reverse Merger* LBO, en la cual adopta el papel de absorbente la sociedad objetivo. En este modelo, por tanto, tras la constitución de la *NewCo*, se produce la fusión de ambas sociedad por incorporación de la *NewCo* a la *Target*¹⁵. Este modelo puede ser útil en situaciones en las que la sociedad objetivo sea titular de licencias, autorizaciones o concesiones no transmisibles; o bien titular de numerosos inmuebles, evitando de esta manera los costes de cambio de titularidad en el Registro de la Propiedad¹⁶.

¹² PALOMERO BENAZERRAF, A., y SANZ BAYÓN, P., «Alcance de la prohibición...», *cit.*, p. 89.

¹³ SERRANO ACITORES, A., *El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo*, Tesis para la obtención del grado de doctor, Universidad Rey Juan Carlos, Madrid, (2012), p.206.

¹⁴ HERNÁNDEZ SAINZ, E., «Fusión posterior a una toma de control ...», *cit.*, pp. 486 y 487; PALOMERO BENAZERRAF, A., y SANZ BAYÓN, P., «Alcance de la prohibición...», *cit.*, p. 90 y 91; AURIOLES MARTÍN, A., «Los leveraged buy-out's...» *cit.*, pp. 642 y ss.

¹⁵ AURIOLES MARTÍN, A., «Los leveraged buy-out's...» *cit.*, p. 645.

¹⁶ HERNÁNDEZ SAINZ, E., «Fusión posterior a una toma de control ...», *cit.*, p. 490.

III. LA PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA

1. Origen de la prohibición de asistencia financiera

La prohibición de asistencia financiera tiene su origen en Gran Bretaña, y en concreto, en el comité *Green* de 1926, que realizó un informe donde se señaló por primera vez el peligro que conllevaban las operaciones en las que una sociedad pactaba con sus accionistas la adquisición de las acciones necesarias para tomar el control de la misma mediante financiación ajena, que sería pagada con los fondos de la propia sociedad. En dicho informe se establecieron varias recomendaciones, como, por ejemplo, la necesidad de una prohibición general, el establecimiento de una prohibición de cualquier asistencia financiera relacionada con la adquisición de acciones, y la atención a la posibilidad de una asistencia financiera posterior a la adquisición de las mismas¹⁷.

Tras el comité *Green* de 1926 se promulgó la *Companies Act* de 1929, también en Gran Bretaña, conteniendo la primera regulación específica de la prohibición de asistencia financiera y siguiendo las recomendaciones del informe ya comentado. En su artículo 45, se estableció un límite a las operaciones de crédito que tenían como finalidad la toma de control de una sociedad financiando el endeudamiento con los fondos de la empresa adquirida¹⁸. Siguiendo la evolución del Derecho británico en materia societaria por ser un claro precursor, es necesario hablar de la *Companies Act* de 1948, norma que mantuvo la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias, si bien incluyendo algunos cambios con respecto a su predecesora, como por ejemplo, la inclusión en la prohibición de la suscripción de acciones y de la adquisición de acciones de la sociedad dominante. Para finalizar, un punto esencial en el desarrollo de la prohibición de asistencia financiera en Gran Bretaña es el informe *Jenkins* de 1962 puesto que, por primera vez, se realiza un análisis sobre la protección de los intereses en juego en operaciones de adquisición de acciones propias, así como sus principales beneficios¹⁹.

¹⁷ BAYONA GIMÉNEZ, R., *La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Aranzadi, Navarra, 2002, *cit.*, p. 39 y ss.

¹⁸ MARTÍ MOYÁ, V., «El Merger Leveraged Buy-Out...», *cit.*, p. 611.

¹⁹ BAYONA GIMÉNEZ, R., *La prohibición de asistencia financiera ... cit.*, p. 46 y 47.

Asimismo, no podemos olvidar su aparición, también originariamente, en el *Codice Civile* italiano en su artículo 2358, que posteriormente fue reformado por el Decreto Legislativo de 4 de agosto de 2008 para su adaptación a la Directiva 2006/68/CE²⁰.

2. Normativa comunitaria

La regulación en Derecho comunitario de la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias se establece hoy en la Directiva 2006/68/CE del Parlamento y del Consejo de 6 de septiembre de 2006, modificadora de la Directiva 77/91/CE del Consejo en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como el mantenimiento y modificaciones de su capital.

El origen podemos encontrarlo en la redacción de la Directiva 77/91/CE, en la que se señalaba que una sociedad «no podrá adelantar fondos, ni conceder préstamos, ni dar garantías para la adquisición de sus acciones por un tercero». Es decir, exceptuando algún supuesto concreto, prohibía la asistencia financiera para la adquisición de acciones propias de manera casi absoluta. Como es lógico, a causa del crecimiento de las operaciones de fusión y de la rigidez de esta normativa, la modificación de esta regulación fue necesaria.

Así pues, el punto más significativo del texto modificado respecto a su predecesor, fue la flexibilización establecida en el nuevo artículo 23.1 de la Directiva 2006/68/CE, donde se establece que los Estados Miembros podrán permitir supuestos de asistencia financiera bajo los requisitos de responsabilidad del órgano de administración en «condiciones de mercado justas», aprobación de la Junta General de Accionistas previo informe justificativo de los administradores y no reducción del activo neto a causa de la asistencia financiera por debajo del importe del capital suscrito aumentado por reservas.

Ahora bien, hay que tener en cuenta que según la misma norma, los Estados Miembros pueden mantener su regulación actual o trasponer las medidas del texto modificado. En el caso español, nuestro legislador no ha llevado a cabo la trasposición del texto modificado de la Directiva comunitaria y ha mantenido la prohibición general. Esta apuesta por la prohibición general en la normativa española puede llevar consigo una situación de desventaja a la hora de atraer inversión hacia las sociedades de nuestro

²⁰ PALOMERO BENAZERRAF, A., y SANZ BAYÓN, P., «Alcance de la prohibición...», *cit.*, p. 73.

país, con relación a aquellos países que operan con una normativa más flexible en materia de asistencia financiera²¹.

3. Regulación española

En el ordenamiento jurídico español, la prohibición de asistencia financiera se regula en la Ley de Sociedades de Capital (en adelante LSC) de una manera dual, ya que se diferencia entre las sociedades de responsabilidad limitada (artículo 143.2 LSC) y las sociedades anónimas (artículo 150.1 LSC). Por ello, para la explicación de los preceptos, se seguirá la misma estructura propuesta por el legislador.

Así pues, el artículo 143.2 LSC señala 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». En la redacción del artículo podemos observar que la prohibición se establece en términos absolutos, si bien no se prohíbe cualquier tipo de asistencia financiera, sino únicamente la que realice la sociedad de responsabilidad limitada con la finalidad de facilitar la adquisición de sus acciones o participaciones, o las de sociedades del grupo al que pertenezca. Al utilizar expresiones tan genéricas, parece que el legislador trata de agrupar en este precepto cualquier conducta que lleve a la adquisición de acciones o participaciones de la propia sociedad o de sociedades pertenecientes a su mismo grupo con fondos de ésta²².

Por otro lado, el art. 150.1 LSC determina que «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». En el mismo sentido que en el artículo anterior, el legislador no establece una prohibición general sino que atiende al destino de la asistencia financiera, por lo que solo prohibirá la que tenga como finalidad la adquisición de acciones propias o de acciones o participaciones de la sociedad dominante. A su vez, el artículo excluye de la prohibición, en su apartado segundo, los negocios dirigidos a asistir financieramente al personal de la sociedad para la

²¹ CARRASCO PERERA, A.; ERLAIZ COTELO, I y RENTERÍA TAZO, A., “Capítulo XIII. La adquisición con asistencia financiera”, *Adquisiciones de empresas*, Angel Carrasco Perera (dir.), José María Álvarez Arjona (dir.), 2013, p. 647 y ss.

²² MORALEJO, I., “Comentario al art. 143 LSC”, AA. VV. (dirs. Rojo, A y Beltrán, E.), *Comentario de la Ley de sociedades de capital*, vols. I y II, Thomson- Reuters Civitas, Madrid, 2011, pp. 1100 y ss.

adquisición de acciones o participaciones de la propia sociedad o de una perteneciente al grupo, es decir, excluye el *Leveraged Employee Buy-Out* (LEBO) citado anteriormente y cualquier tipo de asistencia al personal de la sociedad aunque no se canalice por la vía de la fusión apalancada. Asimismo, en su apartado tercero, dicho artículo excluye también a las operaciones efectuadas por bancos y demás entidades de crédito en el ámbito de las operaciones ordinarias de su objeto social que se sufraguen con cargo a bienes libres de la sociedad.

A través de estos preceptos, el ordenamiento jurídico trata de proteger a la sociedad desde dos puntos de vista: el patrimonial y el político²³. En el primero de ellos tiene por finalidad no permitir que el adquiriente de las acciones de la sociedad se financie con el patrimonio de ésta, pudiendo generar una situación financiera insostenible que pueda llevar a un posible concurso de acreedores; y a su vez, si la sociedad es cotizada, a una manipulación de su valor bursátil. Desde el plano político, se trata de un potencial riesgo de abuso de poder por parte de los administradores²⁴ que, a través de esta operación, pueden pretender facilitar la adquisición de la condición de socios a personas de su confianza con la consiguiente repercusión en las decisiones sociales.

De la regulación de la prohibición de asistencia financiera para sociedades de responsabilidad limitada y sociedades anónimas podemos extraer varias conclusiones. En primer término, en el artículo 143.2 LSC no se recogen las excepciones previstas en los apartados segundo y tercero del artículo 150 LSC, lo cual en referencia a la excepción a entidades bancarias tiene sentido, puesto que para ejercer la actividad bancaria se exige ser un banco, y en consecuencia, una sociedad anónima por imperativo legal²⁵. Por otro lado, no tiene tanto sentido la no regulación de la excepción de negocios dirigidos a facilitar al personal de la empresa la adquisición de las participaciones de la propia sociedad o de participaciones o acciones de cualquier otra sociedad perteneciente al mismo grupo, por lo que podemos concluir que aparentemente la regulación de la prohibición en sociedades de responsabilidad limitada es más exigente, si bien desde mi perspectiva, no existe ninguna razón aparente que justifique la regulación más rígida en sociedades limitadas.

²³ AA. VV. (dirs. Rojo, A y Beltrán, E.), *Comentario de la Ley de sociedades de capital*, cit., p.1100.

²⁴ PALOMERO BENAZERRAF, A., y SANZ BAYÓN, P., «Alcance de la prohibición...», cit, p. 77.

²⁵ Artículo 4 del Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero, por el que se desarrolla la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito.

Así pues, las estructuras que según la literalidad del precepto vulnerarían la prohibición de asistencia financiera²⁶ serán: la adquisición de las acciones o participaciones de la *Target* con pago aplazado, asumiendo la misma el compromiso del pago posterior; la obtención de un crédito o préstamo por el adquirente y la liquidación del mismo por la *Target*, una vez adquirida; la obtención de financiación por la *NewCo* y el otorgamiento de garantías por la *Target*; y el endeudamiento de la *Target* para la obtención de fondos necesarios para el préstamo de los adquirentes. Ahora bien, éstas son únicamente las conductas prohibidas por el tenor literal del precepto, por lo que la operativa económica y societaria puede generar situaciones diferentes a las señaladas en las que se vulnera la prohibición de asistencia financiera.

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

Con todo lo expuesto anteriormente, podemos señalar que el principal problema a la hora de compatibilizar la fusión apalancada con la prohibición de asistencia financiera es el traslado del coste financiero de adquisición sobre el patrimonio de la sociedad adquirida, por lo que debemos analizar en qué supuestos la fusión apalancada entra en el ámbito de la prohibición regulada en los artículos 143.2 y 150 LSC. Si atendemos a la literalidad de ambos preceptos, la prohibición está concebida en términos realmente amplios, pues como ya hemos comentado, se prohíbe cualquier operación económica que atribuya por parte de una sociedad a un tercero la capacidad patrimonial para la adquisición de acciones de la misma²⁷. Esta prohibición general, debemos conjugarla con la jurisprudencia, la doctrina, y la regulación del artículo 35 LME para tratar de encontrar las situaciones jurídicas donde la fusión apalancada sea conforme a Derecho.

1. Situación anterior a la entrada en vigor del artículo 35 LME

Para entender el funcionamiento de todos estos elementos, podemos explicar en primer lugar, cómo era el tratamiento jurídico de esta cuestión antes de la entrada en vigor del citado artículo 35 LME. Así pues, el estado anterior a la regulación sobre las

²⁶ SERRANO ACITORES, A., “La prohibición de asistencia financiera en sede de fusiones apalancadas”, *Revista española de capital riesgo*, nº. 3, 2014, págs. 13-14.

²⁷ HERNÁNDEZ SAINZ, E., «Fusión posterior a una toma de control ...», *cit.*, pag. 500.

fusiones apalancadas vigente generaba una gran inseguridad jurídica, pues no existía una clara regulación de dichas operaciones y, además, la regulación en amplísimos términos de la asistencia financiera, contenida en los artículos 81 de la Ley de Sociedades Anónimas y 40.5 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada, no ayudaba a resolver los problemas que se planteaban en este tipo de operaciones. Aun existiendo tal incertidumbre, estas operaciones eran muy frecuentes en el tráfico alcanzando un volumen considerable, hasta el punto de suponer hasta el año 2005 un 30% total de la inversión, y elevarse en el período 2005-2007 al doble de dicho volumen²⁸.

Por otro lado, en cuanto a la solución al problema entre la compatibilización de las fusiones aplanchadas y la prohibición de asistencia financiera, la doctrina se dividía en una parte minoritaria que rechazaba cualquier tipo de fusión apalancada por vulnerar la prohibición de asistencia financiera²⁹, una parte mayoritaria que justificaba la licitud de dichas operaciones por tener la normativa de fusiones sus propias protecciones para acreedores y socios³⁰, y una postura intermedia que señalaba la necesidad de ir caso por caso para analizar la finalidad de la operación³¹.

En el sentido de esta última posición se expresaba la Sentencia de la Audiencia Provincial de Logroño de 26 de octubre de 2008 (ECLI:ES:APLO:2008:507), que señaló que «los LBO no están prohibidos "per se" en nuestra legislación, pero deben estructurarse de forma que no atenten contra la integridad del capital social de la Sociedad Objetivo y, en consecuencia, se garantice debidamente la protección de los intereses de socios y terceros acreedores, debiéndose determinar su licitud en cada caso concreto». Es decir, el Tribunal toma una postura donde los motivos económicos tienen relevancia y donde se produce el análisis casuístico, que como posteriormente expondré, desde mi perspectiva se trata del mecanismo más adecuado para resolver la compatibilización entre fusión apalancada y asistencia financiera.

²⁸ SÁNCHEZ-CALERO, J., y FERNÁNDEZ TORRES, I., «Fusiones apalancadas ...», *cit.*, p. 119; ALEMANY, L., «Análisis de las mayores compras apalancadas (LBO) en España, 2005-2007», *ESADE Business School* (2008), p. 2.

²⁹ FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, C., «La prohibición de », *cit.*, pp. 632-638.

³⁰ FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Revisión crítica de la prohibición de asistencia financiera», *Revista de Derecho de Sociedades*, nº3, (1994) pp.188; RONCERO SÁNCHEZ, A., «Fusión posterior a ...», *cit.*, p. 733-735; CARRASCO PERERA, A.; ERLAIZ COTELO, I y RENTERÍA TAZO, A., «Capítulo XIII. La adquisición con asistencia financiera», *Adquisiciones de empresas*, Angel Carrasco Perera (dir.), José María Álvarez Arjona (dir.), 2013, p. 631.

³¹ HERNÁNDEZ SAINZ, E., «Fusión posterior a una toma de control ...», *cit.*, pag. 502; BAYONA GIMÉNEZ, R., «La prohibición de asistencia financiera ...» *cit.*, p. 291-294.

A su vez, el Auto 2/2007 de la Audiencia Provincial de Madrid, de 9 de enero de 2007 (ECLI:ES:APM:2007:1003A), señalaba la gran importancia de la justificación financiera de la operación y del plan de devolución de la deuda a la hora de señalar considerar lícita una fusión apalancada. En este supuesto concreto se trataba de una OPA lanzada por Gas Natural sobre Endesa, para la compra de cuyas acciones le había sido concedido al adquirente un préstamo. El Tribunal consideró que «la capacidad de Gas Natural para atender sus obligaciones derivadas de la financiación no dependerá en absoluto de la fusión con Endesa», así como que «no se aprecia que el patrimonio de Endesa quede vinculado a la financiación de la adquisición de acciones, pues la financiación no se supedita al acuerdo y la Oferta tampoco depende del acuerdo». Estos argumentos dejan clara la importancia de la finalidad de asistencia financiera para la resolución de los problemas jurídicos en este tipo de operaciones, aunque, finalmente y en este caso concreto, el Tribunal no basara su fallo expresamente en las justificaciones económico-financieras³².

En definitiva, ante la vaga regulación existente antes de la entrada en vigor del artículo 35 LME, parece que la jurisprudencia apoyó al sector doctrinal que exigía el análisis casuístico de las operaciones para compatibilizarlas con la prohibición de asistencia financiera, dando importancia para la resolución del problema a las motivaciones económicas de la operación. Es evidente que ante el aumento de la utilización de esta figura en el tráfico, era necesario una nueva regulación más concreta y garantista para que la inseguridad jurídica no frenara este tipo de operaciones, que como ya hemos comentado, en ocasiones son muy ventajosas para las sociedades intervinientes.

2. Situación actual: el artículo 35 LME y la prohibición de la LSC

Tras la entrada en vigor del artículo 35 LME hemos podido resolver algunas dudas, aunque es evidente que todavía no existe una solución eficaz que aporte la seguridad jurídica que necesitan estas operaciones económicas. En concreto, con la aparición de esta nueva regulación, podemos asegurar que dicho precepto no valida cualquier tipo de fusión apalancada, sino que únicamente establece un sistema más exigente y garantista que el anterior³³, añadiendo nuevos requisitos (ya expuestos previamente) para proteger a los sujetos intervinientes.

³² GIMENO RIBES, M., «Fraude fiscal ... », *cit.*, p. 137 y ss.

³³ HERNÁNDEZ SAINZ, E., «Fusión posterior a una toma de control ...», *cit.*, pag. 505.

Como es lógico, la fusión apalancada será lícita cuando cumpla los requisitos del artículo 35 LME y no caiga en la prohibición de asistencia financiera. Ahora bien, tal y como está estructurada la regulación actual, no se prejuzga si una concreta operación de fusión apalancada comporta o no asistencia financiera ilícita³⁴, puesto que únicamente se establecen ciertos requisitos de control en la Ley de Modificaciones Estructurales y unas prohibiciones muy generales sobre la adquisición de acciones propias en la Ley de Sociedades de Capital. En este sentido, y en consonancia con la doctrina mayoritaria, señala la Sentencia de la Audiencia Nacional, Sala de lo Contencioso, de 23 de diciembre de 2010 (ECLI:ES:AN:2010:5755), que «la tendencia parece ser cambiar la prohibición por un régimen de garantías». Estos requisitos o garantías pasan por la exigencia de ciertas indicaciones adicionales en el proyecto de fusión y en el informe de los administradores, que debe pasar por un juicio de razonabilidad por parte de los expertos independientes en el informe que estos últimos deben realizar. Esta falta de regulación específica es una deficiencia importante en nuestro sistema, que es incapaz de eliminar los potenciales riesgos de estas operaciones que ya hemos puesto de manifiesto³⁵.

En definitiva, se ha desaprovechado una oportunidad para concretar los límites de la fusión apalancada, lo que ha llevado a la doctrina mayoritaria a proponer una solución basada en un análisis caso por caso para la adecuada resolución de este problema, solución que considero inevitable en base a la estructura de la regulación actual de estas operaciones.

3. Supuestos de fusión apalancada que en ningún caso infringen la prohibición de asistencia financiera

Debemos comenzar explicando que existen algunos supuestos en los que, en ningún caso, la fusión apalancada entra dentro del ámbito de la prohibición de asistencia financiera. En primer término, nos encontramos con las fusiones posteriores a una operación de *Leveraged Employee Buy-Out* (LEBO) llevadas a cabo por una sociedad anónima, pues el artículo 150 LSC no se aplica a los negocios de asistencia financiera efectuados al personal de la sociedad³⁶. Ahora bien, si estuviéramos ante una sociedad

³⁴ SÁNCHEZ-CALERO, J., y FERNÁNDEZ TORRES, I., «Fusiones apalancadas ...», *cit.*, p. 120.

³⁵ RONCERO SÁNCHEZ, A., «Fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquiriente», en RODRÍGUEZ ARTIGAS, G. (coord.), *Modificaciones estructurales de sociedades mercantiles*, t. I, Thomson-Reuters Aranzadi, Cizur Menor, p.726 y 727 (2009).

³⁶ PALOMERO BENAZERRAF, A., y SANZ BAYÓN, P., «Alcance de la prohibición...», *cit.*, p. 85.

de responsabilidad limitada, y como el artículo 143.2 LSC no lo exceptúa expresamente, podríamos caer en el ámbito de la prohibición. En relación a esto, en las operaciones de *Management Buy-Out* (MBO), no podemos concluir que se salve la prohibición de asistencia financiera ya que según la doctrina mayoritaria, el artículo 1.3. c) de la Ley 1/1991, de 24 de marzo, del Estatuto de los Trabajadores, niega la condición de trabajadores a los administradores de la sociedad, por lo que acertadamente, no debe aplicarse la excepción³⁷.

A su vez, tampoco entran en la prohibición general los supuestos de asistencia financiera para la adquisición de activos de la sociedad, al no estar señalados expresamente en los artículos 143.2 y 150 LSC.

Además, parte de la doctrina ha entendido que el *forward merger* LBO salva formal y aparentemente la prohibición³⁸, ya que no se realiza la adquisición de acciones con fondos de la *Target*, sino de la *NewCo*, que ha recibido financiación ajena para la compra de las acciones. Así pues, este sector doctrinal considera que se salva, en principio, la prohibición de asistencia financiera siempre que se cumplan los requisitos del art. 35 LME. Desde mi perspectiva, esta consideración es correcta, puesto que, en apariencia, no se incumplen los requisitos de la prohibición de asistencia financiera, sin embargo, esta postura debe apoyarse restrictivamente ya que estamos ante una cuestión puramente formal pues, como ya veremos, en la compatibilización entre fusión apalancada y prohibición de asistencia financiera son determinantes otros aspectos como la finalidad de la fusión y el plan de devolución de deuda, por ejemplo.

4. La compatibilización entre la fusión apalancada y la prohibición de asistencia financiera

Como ya hemos comentado, el cumplimiento del artículo 35 LME no otorga por sí solo legitimidad a la fusión apalancada, pues únicamente aporta unas garantías para este tipo de operaciones, por lo que es necesario determinar si se infringe o no la prohibición de asistencia financiera. Para ello, el análisis caso por caso considero que es el procedimiento más adecuado, pues nos permite estudiar la operación concreta desde el punto de vista del artículo 35 LME y desde el de los artículos 143.2 y 150 LSC.

Una vez establecido como punto de partida el examen casuístico para el análisis de la compatibilización de la fusión apalancada y la prohibición de asistencia financiera,

³⁷ HERNÁNDEZ SAINZ, E., «Fusión posterior a una toma de control ...», *cit.*, pag. 509.

³⁸ PALOMERO BENAZERRAF, A., y SANZ BAYÓN, P., «Alcance de la prohibición...», *cit.*, p. 89.

considero la vía interpretativa más adecuada para ello la doctrina del fraude de ley, que señala que la fusión apalancada será ilícita cuando su única finalidad sea una operación de integración patrimonial con la única intención de evitar la prohibición de asistencia financiera³⁹, sin existir una motivación económica válida en la operación. Así pues, esta doctrina resuelve el problema basándose en la finalidad de la asistencia financiera en la operación, que resulta ser una de las claves para determinar si se vulnera o no la prohibición de los artículos 143.2 y 150 LSC.

Desde mi perspectiva, resulta convincente este modelo de resolución, pues la *ratio legis* de la prohibición consiste precisamente en limitar la asistencia financiera para evitar situaciones perjudiciales para socios y acreedores; y como hemos comentado previamente, la fusión apalancada puede ofrecer ciertas ventajas a dichos sujetos. En consecuencia, no se puede asegurar que en todos los casos la fusión apalancada vulnere la prohibición y, por tanto, deberá estudiarse caso por caso la motivación de la asistencia, que generalmente es la que sacará a relucir si la fusión apalancada tiene una justificación económica ventajosa para la sociedad o si únicamente tiene por finalidad eludir la prohibición.

En definitiva, lo que se trata de proteger es la utilización de la fusión apalancada como un fraude mercantil que pudiera permitir la adquisición de acciones propias con asistencia financiera y colocar a socios y acreedores en una posición de clara debilidad. Así pues, el análisis de compatibilización debe centrarse en las justificaciones económicas de la fusión apalancada, así como en la generación de *cash flow* suficiente para el retorno de la deuda. Por ello, es necesario analizar minuciosamente los elementos fundamentales y más controvertidos de la operación que indicarán si se salva la prohibición de asistencia financiera o no: el endeudamiento, el informe de los administradores y el informe de los expertos independientes, establecidos todos ellos en el artículo 35 LME.

4.1. El endeudamiento

El artículo 35 LME exige que una de las sociedades implicadas en la operación de la fusión apalancada haya contraído deudas «en los tres años inmediatamente anteriores» con la finalidad de adquirir el control de la sociedad o adquirir sus activos esenciales. El tenor del precepto nos lleva a inferir que lo esencial es que la adquirente

³⁹ MARTÍ MOYÁ, V., «El Merger Leveraged Buy-Out...», *cit.*, p. 615.

que recurrió al endeudamiento participe en el proceso de adquisición junto con la sociedad cuyo capital o activos fueron objeto de adquisición⁴⁰. Ahora bien, el legislador considera como irrelevante tanto la cuantía del endeudamiento, como su origen y vigencia.

Sin embargo, hay dos elementos que sí son tomados en consideración: la finalidad del endeudamiento y el plazo. El primero de ellos se exige como presupuesto de aplicación del artículo 35 LME, en el sentido de que la finalidad debe ser la adquisición del control o de determinados activos relevantes de otra sociedad participante en la fusión. Ahora bien, el precepto presupone que todo endeudamiento se contrae con una finalidad determinada, lo cual no se ajusta a la realidad, pues existen muchas situaciones en las que una sociedad puede obtener financiación ajena y no utilizarla específicamente en ninguna actividad⁴¹. De todos modos, debemos considerar que lo relevante es que la financiación ajena se haya utilizado para la adquisición del control de la sociedad o de sus activos principales, y no tanto la finalidad inicial para la que se contrajeron las deudas.

A este respecto surgen otras dudas interpretativas, como por ejemplo, el concepto de adquisición del control de la sociedad que según parte de la doctrina, que considero acertada, debe entenderse en el sentido del artículo 42 CCom, es decir, cuando una de las sociedades participantes en la fusión posea la mayoría de los derechos de voto, tenga la facultad de nombrar o destituir a la mayoría de los miembros del órgano de administración; pueda disponer, en virtud de acuerdos celebrados por terceros, de la mayoría de los derechos de voto; o haya designado con sus votos a la mayoría de los miembros del órgano de administración de otra sociedad participante en la fusión.

Por otro lado, el artículo 35 LME se refiere al plazo de tres años anteriores a la fusión sin especificar la fecha de comienzo del cómputo, pudiendo referirse a la suscripción del proyecto o a la inscripción del mismo en el Registro, si bien resulta más razonable iniciar el cómputo del plazo en la fecha de la suscripción del proyecto de fusión, pues es cuando las sociedades comienzan a analizar si es aplicable o no el artículo 35 LME⁴². Asimismo, una vez transcurrido el plazo de los tres años, no es de aplicación el artículo 35 LME, por lo que no serán exigibles los requisitos de dicho

⁴⁰ HERNÁNDEZ SAINZ, E., «Fusión posterior a una toma de control ...», *cit.*, pág. 517.

⁴¹ SÁNCHEZ-CALERO, J., y FERNÁNDEZ TORRES, I., «Fusiones apalancadas ...», *cit.*, p. 114.

⁴² SERRANO ACITORES, A., *El sistema contractual ... cit.* p. 328.

precepto. Ahora bien, como algunos autores consideran⁴³, opino que esto no determina la licitud *per se* de la fusión apalancada, ya que todavía podría vulnerar la prohibición de asistencia financiera.

Por último, como ya hemos comentado, no se regula expresamente la cuantía del endeudamiento para determinar la licitud o no de la operación en relación con la prohibición de asistencia financiera. La redacción del artículo 35 LME da a entender que cualquier cuantía de financiación ajena hace aplicable el artículo 35 LME, pero no señala una cifra de endeudamiento que nos facilite determinar la licitud de la fusión. Por ello, considero que la conexión entre la cantidad de endeudamiento y la licitud de la operación se establece en el plan de viabilidad realizado por los administradores en su informe, donde se deberá detallar si la empresa está endeudada por encima de su capacidad para la adquisición del control o de activos esenciales, y en consecuencia, la operación podrá calificarse como ilícita.

En conclusión, en el análisis del endeudamiento se generan diversas dudas interpretativas a causa de la mala redacción del artículo 35 LME y, además, todavía no es posible asegurar que la fusión apalancada vulnera o no la prohibición de asistencia financiera puesto que será el informe de los administradores y el de los expertos independientes los que vinculen más estrechamente las dos figuras objeto de estudio. De todos modos, el estudio del endeudamiento es fundamental tanto por determinar si entra en el ámbito de aplicación del artículo 35 LME como por su relación directa con el plan de viabilidad económico-financiero que se establece en el informe de los administradores.

4.2. El informe de los administradores

El informe de los administradores de la sociedad, tal como establece el artículo 35 LME, debe contener dos elementos fundamentales: una justificación de la operación de fusión apalancada y un plan económico y financiero de la misma. Algunos autores han considerado que la constatación de la asistencia financiera debe estar ligada al plan de viabilidad económico-financiera allí elaborado, y no tanto a los motivos pretendidos por la operación⁴⁴, si bien, desde mi punto de vista debe tener más peso la finalidad económica de la fusión apalancada pues es precisamente lo que libera a la operación de

⁴³ HERNÁNDEZ BENGÓA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., “Leveraged buy outs”, en J.J. SAAVEDRA ORTIZ y A. SERRANO ACITORES. (coord.), *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*, Bosch, Barcelona, pág. 223 (2011).

⁴⁴ MARTÍ MOYÁ, V., «El Merger Leveraged Buy-Out...», *cit.*, p. 614.

incurrir en la vulneración de la prohibición de asistencia financiera siguiendo la doctrina del fraude de ley. Eso sí, es necesario que la operación esté basada en motivos económicos válidos y no únicamente en una finalidad económica que pueda llevarnos de nuevo al fraude mercantil o incluso al fraude fiscal.

Además, atendiendo a la Sentencia del Tribunal Supremo, Sala de lo Contencioso, de 25 de abril de 2013 (ECLI:ES:TS:2013:2198), «no puede negarse que las fusiones apalancadas pueden perseguir objetivos diversos, no solamente fiscales, como, por ejemplo, facilitar la reorganización empresarial; mejorar la gestión del capital empresarial, evitando la sobrecapitalización, o armonizar los intereses de la propiedad y de la gestión». Por ello, pueden coexistir los motivos económicos válidos con otros, como los fiscales, si bien los primeros deberán ser preponderantes para que la fusión apalancada salve la prohibición de asistencia financiera. Por terminar de encuadrar el informe de los administradores en el análisis de estas operaciones, es importante que la finalidad económica aducida sea la verdadera finalidad de la operación y no una apariencia para esconder motivaciones fraudulentas que no permitan la compatibilización entre las figuras estudiadas.

En definitiva, el informe de los administradores será analizado para señalar si la operación es lícita o no, puesto que contiene tanto las razones justificativas de la fusión apalancada como el plan de viabilidad de la operación, ambos fundamentales en el estudio casuístico de compatibilización entre fusión apalancada y prohibición de asistencia financiera.

4.3 El informe de los expertos

En primer término, la doctrina mayoritaria parece considerar que el informe de los expertos ha de emitirse en cualquier caso de fusión apalancada, basándose en que el artículo 35 LME establece una regla especial de aplicación preferente en caso de fusiones apalancadas respecto al régimen de fusiones simplificadas. Esta postura me parece acertada, pues el tenor literal del precepto da a entender la obligatoriedad del informe en todos los casos de fusión apalancada, ya que la referencia expresa al acuerdo unánime de fusión hace suponer que la intención del legislador es que los socios no puedan evitar la exigencia de dicho informe⁴⁵.

⁴⁵ RONCERO SÁNCHEZ, A., «Ámbito de la exigencia del informe de los expertos independientes en caso de fusiones posteriores a adquisiciones apalancadas», *Revista de Derecho de Sociedades*, nº35, 2010, pág. 260.

Por otro lado, el informe de los expertos deberá contener un «juicio sobre la razonabilidad» de lo expuesto en el informe de los administradores y el proyecto de fusión, así como una respuesta a la existencia o no de asistencia financiera. Respecto al juicio de razonabilidad, el informe deberá analizar las previsiones del pago de la deuda, el plan económico-financiero y las justificaciones que los administradores han ofrecido, si bien en el artículo 35 LME no se aclaran los elementos que determinarán si el plan de viabilidad de la financiación ajena y el plan económico financiero son razonables. Algunos autores han considerado que la operación será económica y financieramente viable si la sociedad resultante de la fusión apalancada podrá ser capaz de generar los recursos para hacer frente al pago de sus deudas sin perjudicar sus actividades ordinarias⁴⁶, opinión que comparto. Sin embargo, ofrece más dudas la determinación por parte de los expertos de la razonabilidad de la justificación de la operación de adquisición y posterior fusión, pues es de naturaleza fundamentalmente subjetiva. Una solución válida podría ser buscar una vinculación entre el pronunciamiento de los expertos sobre la asistencia financiera y las justificaciones de la operación, facilitando así el análisis de la justificación a raíz de los datos aportados por los administradores⁴⁷.

Por último, debemos atender a la determinación por parte de los expertos de la existencia o no de asistencia financiera. Un gran número de autores han criticado este pronunciamiento de los expertos aduciendo que la asistencia financiera a la que se refiere el artículo 35 LME no es la propiamente jurídica establecida en la Ley de Sociedades de Capital, sino más bien una asistencia financiera puramente económica, por lo que el informe de los expertos independientes sobre ésta, no puede adquirir tanta relevancia como para confirmar que se vulnera la prohibición de asistencia financiera regulada en nuestro ordenamiento jurídico, y es que la vulneración de la prohibición no se basa en la propia asistencia, sino en la intención de favorecer al adquirente de las propias acciones o participaciones⁴⁸. Por tanto, considero que la función asignada a los expertos resulta excesiva puesto que se exige en todo supuesto de fusión apalancada incluso cuando no hay asistencia financiera. Se exige también cuando se trata de un acuerdo unánime de fusión. Como ya hemos comentado, la asistencia financiera es un concepto jurídico y los expertos no deben entrar a valorarlo⁴⁹, sino que únicamente pueden analizar una asistencia financiera puramente económica que no es determinante

⁴⁶ HERNÁNDEZ BENGUA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., “Leveraged buy outs”, *cit.*, pág. 219 (2011).

⁴⁷ HERNÁNDEZ SAINZ, E., «Fusión posterior a una toma de control ...», *cit.*, pag. 530.

⁴⁸ HERNÁNDEZ SAINZ, E., «Fusión posterior a una toma de control ...», *cit.*, pag. 531.

⁴⁹ SÁNCHEZ-CALERO, J., y FERNÁNDEZ TORRES, I., «Fusiones apalancadas ...», *cit.*, p. 120.

para la licitud de la operación. En consecuencia, el informe de los expertos no es determinante para considerar lícita la fusión apalancada, pero sí debe entrarse a valorar por los Tribunales competentes para ello.

En conclusión, el régimen actual contenido en el art. 35 LME no prejuzga si las operaciones de fusión apalancada constituyen o no asistencia financiera, debiendo proceder a un análisis caso por caso. Para la valoración de la operación se deberá atender, principalmente, a la finalidad de la operación y al plan de devolución de la deuda, ambos expresados en el informe de los administradores exigido en el artículo 35 LME. Si la justificación allí expuesta se basa en motivos económicos válidos y el plan de devolución de la deuda es razonable, podemos concluir que esa fusión apalancada, aunque hubiera sido objeto de la asistencia financiera, podría salvar la prohibición contenida en los artículos 143.2 y 150 LSC, por lo que sería lícita. Además, debe valorarse también el informe de los expertos independientes, aunque no puede ser determinante, pues quienes deben resolver la cuestión de la asistencia financiera son, en última instancia, los Tribunales⁵⁰.

V. CONSECUENCIAS DE LA INFRACCIÓN DE LA PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA

En el supuesto de infracción de la prohibición de asistencia financiera en el proceso de una fusión apalancada, las consecuencias son de diferente naturaleza según se haga referencia al negocio asistencial o a los administradores de la sociedad que incurrió en la vulneración de la prohibición.

En el primero de los casos existe una deficiencia legal importante, pues los artículos 143.2 y 150 LSC no señalan ninguna consecuencia que afecte al referido negocio asistencial. Sin embargo, la doctrina mayoritaria, en mi opinión de manera muy acertada, ha considerado nulos los negocios donde se haya vulnerado la prohibición de asistencia financiera en aplicación del art. 6.3 del Código Civil, que señala que «los actos contrarios a las normas imperativas y a las prohibitivas son nulos de pleno derecho». Algunos autores lo han justificado alegando que al no existir una sanción específica de índole civil en el articulado regulador de la asistencia financiera, el

⁵⁰ SÁNCHEZ-CALERO, J., y FERNÁNDEZ TORRES, I., «Fusiones apalancadas ...», *cit.*, p. 121.

legislador ha confiado en las normas generales regidoras de nuestro Derecho⁵¹. Ahora bien, debemos atender al alcance de dicha nulidad, puesto que existe una división en el plano doctrinal en cuanto a la extensión de la nulidad al negocio de adquisición de acciones. Por un lado, algunos autores sostienen que no debe extenderse al negocio de adquisición de las acciones o al negocio de financiación de tal adquisición⁵², mientras que otros autores consideran ambos negocios vinculados por ser uno consecuencia de otro, por los que ambos serán nulos⁵³. En mi opinión, si no existe una vinculación contractual o expresa entre los negocios de asistencia financiera y adquisición de acciones, deben tratarse como independientes, puesto que ni el primer contrato es condición del segundo, ni resulta necesaria la eficacia del contrato por el que se presta la asistencia financiera para que el contrato de adquisición de acciones sea válido⁵⁴. En consecuencia, la infracción de la prohibición regulada en los artículos 143.2 y 150 LSC generará la nulidad de pleno derecho del negocio de asistencia financiera, en virtud del artículo 6.3 CC.

Sin embargo, en nuestro supuesto, el negocio asistencial es la propia fusión, pues solo con la fusión el coste de la adquisición de las acciones termina recayendo en la sociedad objetivo. Pero la infracción de la prohibición de asistencia financiera no puede permitir impugnar la fusión inscrita que se ha realizado cumpliendo las normas del artículo 35 LME, sin perjuicio del derecho de socios y acreedores sociales a la indemnización por daños causados, tal como expone el artículo 47 LME⁵⁵. Es decir, si la fusión se ha inscrito en el Registro Mercantil y ésta se ha llevado a cabo respetando el procedimiento general de fusiones y las especificaciones del artículo 35 LME, no se podrá impugnar la validez de la misma, si bien los socios o acreedores perjudicados podrán solicitar una indemnización por daños, tanto frente a la sociedad como frente a los administradores⁵⁶.

Por otro lado, debemos atender a la responsabilidad de los administradores por la infracción de la prohibición, que podrá ser tanto de naturaleza civil como

⁵¹ MORALEJO, I., «Comentario al art. 143 LSC», AA. VV. (dirs. Rojo, A y Beltrán, E.), *Comentario de la Ley de sociedades de capital*, vols. I y II, Thomson- Reuters Civitas, Madrid, 2011, pp. 1100 y ss.

⁵² HERNÁNDEZ SAINZ, E., «Fusión posterior a una toma de control ...», *cit.*, pag. 515; ⁵²

FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Revisión crítica ...» pp.1176-177.

⁵³ BAYONA GIMÉNEZ, R., «La prohibición de asistencia financiera ...» *cit.*, p. 305; VAQUERIZO ALONSO, A., *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Civitas, Madrid, 2003, pág. 250.

⁵⁴ SERRANO ACITORES, A., «La prohibición de asistencia financiera ...», *cit.* p. 18.

⁵⁵ HERNÁNDEZ SAINZ, E., «Fusión posterior a una toma de control ...», *cit.*, pag. 515.

⁵⁶ HERNÁNDEZ SAINZ, E., «Fusión posterior a una toma de control ...», *cit.*, pag. 516.

administrativa⁵⁷. La primera de ellas está regulada en los artículos 236 y ss. LSC, donde se establece que los administradores serán responsables por los daños causados «por actos u omisiones contrarios a la ley o a los estatutos o por los realizados incumpliendo los deberes inherentes al desempeño del cargo». Esta responsabilidad es de carácter solidario entre los miembros del órgano de administración, con las excepciones previstas en la LSC; y se podrá ejercitar mediante la acción social de responsabilidad, si el perjuicio ha sido causado a la sociedad, y la acción individual si se han lesionado intereses individuales de socios o terceros. Asimismo, esta acción de responsabilidad contra los administrados prescribe a los cuatro años desde el día en que pudo ejercitarse.

Por otro lado, la responsabilidad administrativa está regulada en el artículo 157 LSC, que señala que se castigará con multa «por importe de hasta el valor nominal de las participaciones asumidas o acciones suscritas» la «infracción el incumplimiento de las obligaciones o la vulneración de las prohibiciones establecidas en el presente capítulo». Serán responsables, como ya hemos comentado, los administradores de la sociedad, considerándose como tal no sólo a los miembros del consejo de administración «sino también a los directivos o personas con poder de representación». Esta responsabilidad prescribirá a los tres años y tiene un procedimiento diferente para las sociedades anónimas y las sociedades de responsabilidad limitada.

Para concluir, podemos asegurar que la infracción de la prohibición de asistencia financiera tiene consecuencias para los administradores, donde se establece un régimen dual de responsabilidad civil y administrativa; y para el propio negocio asistencial, que podrá impugnarse siempre y cuando la fusión no haya sido inscrita en el Registro Mercantil.

VI. CONCLUSIONES

Primera.- Las fusiones apalancadas son operaciones cada vez más habituales en el tráfico mercantil y que, dada su complejidad, requieren un análisis pormenorizado para abarcar todas su posibilidades económico-financieras y llegar a comprender sus potenciales ventajas e inconvenientes.

⁵⁷ PALOMERO BENAZERRAF, A., y SANZ BAYÓN, P., «Alcance de la prohibición...», *cit*, p. 97.

Segunda.- Las fusiones apalancadas se regulan en el artículo 35 LME, que establece un nuevo sistema de garantías para el control de estas operaciones que, sin embargo, no resulta satisfactorio, pues no regula expresamente cuando una fusión apalancada cae en el ámbito de la prohibición de asistencia financiera. Además, la propia regulación de las fusiones apalancadas tampoco deja claras algunas cuestiones procedimentales de la operación como, por ejemplo, la necesidad del informe de los expertos o la fecha de comienzo del cómputo de los tres años de plazo exigidos.

Tercera.- La prohibición de asistencia financiera tiene su origen en el Derecho británico y está regulada en los artículos 143.2 y 150 LSC. De nuevo, la regulación de esta figura en relación a la fusión apalancada es deficiente, al no establecer expresamente cuando una fusión de este tipo cae en el ámbito de la prohibición.

Cuarta.- Para determinar la licitud de una fusión apalancada se deben conjugar las normas reguladoras de ésta, y las de la prohibición de asistencia financiera, entendidas ambas como normas independientes, pero de exigido cumplimiento para considerar lícita una fusión apalancada. Asimismo, tras el análisis de dichas normas se llega a la conclusión de que éstas no prejuzgan la licitud de la fusión apalancada en relación a la asistencia financiera, por lo que se deberá proceder al análisis casuístico de las operaciones de este tipo centrándose el análisis a realizar en tres elementos fundamentales: el endeudamiento, el informe de los administradores y el informe de los expertos.

Quinta.- En el análisis del endeudamiento surgen diversas dudas interpretativas, como por ejemplo, el inicio del cómputo del plazo de tres años establecido en el artículo 35 LME o el concepto de adquisición del control. Lo que queda claro es que, para el legislador, es fundamental tanto la finalidad del mismo como su viabilidad, que se analizará posteriormente en el informe de los administradores y en el informe del experto.

Sexta.- El informe de los administradores es fundamental para determinar la licitud de la operación mediante el análisis casuístico, pues es aquí donde se justifica la operación desde un punto de vista económico-financiero y se realiza un plan de viabilidad, que

resultarán claves para la compatibilización entre la fusión y la prohibición de asistencia financiera.

Séptima.- El informe del experto debe realizarse en cualquier fusión apalancada, pero no será definitivo, aunque si importante, para determinar la licitud de la operación, pues no es lógico que deba pronunciarse sobre la asistencia financiera desde un punto de vista económico, cuando lo que interesa en estas operaciones es la asistencia financiera puramente jurídica.

Octava.- Si una vez analizados estos tres elementos se considerara vulnerada la prohibición de asistencia financiera de los artículos 143.2 y 150 LSC, generará consecuencias para los administradores de la sociedad y, si se dan las circunstancias, también para el negocio asistencial. La responsabilidad de los administradores puede ser civil o administrativa, siendo la primera basada en el daño causado y ejercida mediante acción social o individual de responsabilidad, mientras que la administrativa se constituye en una multa.

VII. BIBLIOGRAFÍA

Referencias doctrinales

AA. VV. (dirs. Rojo, A y Beltrán, E.), *Comentario de la Ley de sociedades de capital*, vols. I y II, Thomson- Reuters Civitas, Madrid, 2011, pp. 1100-1103 y 1150-1155.

ALEMANY, L., «Análisis de las mayores compras apalancadas (LBO) en España, 2005-2007», *ESADE Business School*, 2008.

AURIOLES MARTÍN, A., «Los leveraged buy-out's y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas», *RDBB*, nº51, 1993, pág. 637.

BAYONA GIMÉNEZ, R., *La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Aranzadi, Navarra, 2002.

CARRASCO PERERA, A.; ERLAIZ COTELO, I y RENTERÍA TAZO, A., “Capítulo XIII. La adquisición con asistencia financiera”, *Adquisiciones de empresas*, Angel Carrasco Perera (dir.), José María Álvarez Arjona (dir.), 2013, pág. 631.

FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Revisión crítica de la prohibición de asistencia financiera», *Revista de Derecho de Sociedades*, nº3, (1994) pág.176.

FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, C., «La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones como obstáculo a ciertas compras apalancadas de empresas o Leveraged Buy-Outs», *Revista de Derecho Mercantil*, nº232, (1999) pág.578.

GIMENO RIBES, M., «Fraude fiscal y fraude mercantil en el Merger Leveraged Buy-Out», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº130 (2013), pág. 112.

HERNÁNDEZ BENGOA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., “Leveraged buy outs”, en J.J. SAAVEDRA ORTIZ y A. SERRANO ACITORES. (coord.), *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*, Bosch, Barcelona, (2011), pág. 195.

HERNÁNDEZ SAINZ, E., «Fusión posterior a una toma de control o a una adquisición de activos relevantes con endeudamiento de la adquirente», *Transmisiones de empresas y modificaciones estructurales de sociedades*, Bosch, Barcelona, 2010, pág. 481.

MARTÍ MOYÁ, 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), pág. 608.

PALOMERO BENAZERRAF, A., y SANZ BAYÓN, P., «Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas», *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil*, nº3 (2013), pág. 69.

RONCERO SÁNCHEZ, A., «Fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente», en RODRÍGUEZ ARTIGAS, G. (coord.), *Modificaciones estructurales de sociedades mercantiles*, t. I, Thomson-Reuters Aranzadi, Cizur Menor, (2009), p.723.

RONCERO SÁNCHEZ, A., «Ámbito de la exigencia del informe de los expertos independientes en caso de fusiones posteriores a adquisiciones apalancadas», *Revista de Derecho de Sociedades*, nº35, 2010, pág. 257.

SÁNCHEZ-CALERO, J., y FERNÁNDEZ TORRES, I., «Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, nº14 (2011), pág. 110.

SERRANO ACITORES, A., “La prohibición de asistencia financiera en sede de fusiones apalancadas”, *Revista española de capital riesgo*, nº. 3, 2014, págs. 3.

SERRANO ACITORES, A., *El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo*, Tesis para la obtención del grado de doctor, Universidad Rey Juan Carlos, Madrid, (2012).

VAQUERIZO ALONSO, A., *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Civitas, Madrid, 2003.

«El Private Equity en España en 2014», *Web Capital Riesgo*, 2014.

Referencias jurisprudenciales

Sentencia de la Audiencia Provincial de Logroño de 26 de octubre de 2008 (ECLI:ES:APLO:2008:507).

Auto 2/2007 de la Audiencia Provincial de Madrid, de 9 de enero de 2007 (ECLI:ES:APM:2007:1003A).

Sentencia de la Audiencia Nacional, Sala de lo Contencioso, de 23 de diciembre de 2010 (ECLI:ES:AN:2010:5755).

Sentencia del Tribunal Supremo, Sala de lo Contencioso, de 25 de abril de 2013 (ECLI:ES:TS:2013:2198).