

VNIVERSITAT DE VALÈNCIA

FACULTAD DE DERECHO

Departamento de Derecho Mercantil “Manuel Broseta Pont”

Programa de Doctorado en Derecho, Empresa y Justicia



TESIS DOCTORAL

**LA FUSIÓN POSTERIOR A UNA ADQUISICIÓN DE
SOCIEDAD CON ENDEUDAMIENTO DE LA
ADQUIRENTE (ANÁLISIS DEL ART. 35 LME)**

Presentada por

MIGUEL GIMENO RIBES

Dirigida por

Prof. Dr. Dr. h. c. JOSÉ MIGUEL EMBID IRUJO

Catedrático de Derecho Mercantil

Valencia 2015

ÍNDICE

ABREVIATURAS.....	I
EINFÜHRUNG	1
I. DER FREMDFINANZIERTE UNTERNEHMENSKAUF ALS UNTERSUCHUNGSOBJEKT	1
II. DIE NOTWENDIGE SUCHE NACH RECHTSCHUTZFORMEN .	3
III. GLIEDERUNG DER VORLIEGENDEN ARBEIT	6

PRIMERA PARTE

LA FUSIÓN APALANCADA EN LA REALIDAD ECONÓMICA

CAPÍTULO I. LA FUSIÓN APALANCADA COMO OPERACIÓN ECONÓMICO-FINANCIERA.....	11
I. CUESTIONES INTRODUCTORIAS	11
II. CONCEPTO Y TIPOS DE <i>LEVERAGED BUY-OUT</i>	14
1. Concepto y características del <i>Leveraged Buy-Out</i>	16
1.1. Los sujetos.....	16
A) El comprador. Especial referencia a los fondos de capital- riesgo.	18
B) La <i>target</i>	21
C) El ente financiador	24
1.2. El endeudamiento y el traslado del coste a la sociedad adquirida.....	27
2. Tipología	29
2.1. Como mera adquisición	30
2.2. Con fusión posterior: <i>Merger Leveraged Buy-Out</i>	31

ÍNDICE

2.3.	Con los administradores como adquirentes: <i>Management Buy-Out, Management Buy-In</i> y <i>Buy-In Management Buy-Out</i>	33
2.4.	Con los trabajadores como parte compradora: <i>Employee Buy-Out</i>	37
III.	LA ESTRUCTURA FINANCIERA	38
1.	El capital.....	39
2.	La deuda garantizada o <i>senior debt</i>	41
3.	La junior debt: deuda <i>mezzanine</i> y <i>junk bonds</i>	42
IV.	LAS FUNCIONES DEL <i>LEVERAGED BUY-OUT</i>	44
1.	La reorganización empresarial	45
2.	La generación de sinergias	47
3.	El control por los administradores: las operaciones <i>public to private</i>	48
V.	LOS RIESGOS DE LAS OPERACIONES APALANCADAS	49
1.	El <i>asset stripping</i>	50
2.	La situación concursal	52
3.	El abuso de los administradores	53
VI.	RECAPITULACIÓN	54

SEGUNDA PARTE

LA FUSIÓN APALANCADA ANTE LA EVOLUCIÓN JURÍDICA

CAPÍTULO II. LA PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA A TRAVÉS DE SU HISTORIA JURÍDICA

I.	CONSIDERACIONES PRELIMINARES	59
II.	ORIGEN: LA JURISPRUDENCIA SOBRE AUTOCARTERA EN EL DERECHO INGLÉS Y EL POSTERIOR DESARROLLO LEGAL	65
1.	La doctrina <i>ultra vires</i> : el caso <i>Trevor v. Whitworth</i>	65
2.	La evolución económica de la época de entreguerras en Gran Bretaña.....	67
3.	El informe del <i>Greene Committee</i> y la <i>Companies Act</i> de 1929...	68

III. LA EVOLUCIÓN POSTERIOR DEL DERECHO SOCIETARIO ANGLOSAJÓN.....	71
1. El reforzamiento de la prohibición.....	72
1.1. El informe del <i>Cohen Committee</i>	73
1.2. La <i>section 54</i> de la <i>Companies Act</i> de 1948.....	75
A) Adquisición y suscripción.....	76
B) Aplicación en materia de grupos.....	77
2. La flexibilización de la prohibición.....	78
2.1. El informe del <i>Jenkins Committee</i>	78
2.2. Las <i>sections 42-44</i> de la <i>Companies Act</i> de 1981 y las <i>sections 151-158</i> de la <i>Companies Act</i> de 1985.....	82
A) Antecedentes.....	83
B) Las excepciones.....	85
IV. LA SEGUNDA DIRECTIVA DE SOCIEDADES (DIRECTIVA 77/91/CEE).....	88
1. La regulación de la autocartera.....	88
2. La entrada del Reino Unido en la CEE y su intervención en la elaboración de la Directiva.....	90
3. El resultado final: la postura intermedia.....	92
V. LA JURISPRUDENCIA ITALIANA DE LA DÉCADA DE 1990.....	94
1. Antecedentes legislativos.....	96
2. Asuntos litigiosos.....	102
2.1. El caso <i>Farmitalia Carlo Erba</i>	103
2.2. El caso <i>Manifattura di Cuornè</i>	108
2.3. El caso <i>Trenno</i>	110
3. Implicaciones y significación jurídica.....	113
VI. LA REFORMA DE LA SEGUNDA DIRECTIVA DE SOCIEDADES.....	116
1. Las propuestas SLIM, el informe <i>Winter</i> y la reforma de la Directiva.....	117

ÍNDICE

2. Las Directivas 2006/68/UE y 2012/30/UE.....	123
2.1. Los administradores	124
A) El informe	126
B) La responsabilidad	131
2.2. Las condiciones de mercado: el principio <i>arm's length</i>	133
2.3. La adopción por la Junta General	135
2.4. El límite del activo neto y la dotación de una reserva	136
2.5. La aplicación a la adquisición de acciones propias y a los aumentos de capital	138
VII. RECAPITULACIÓN	139
CAPÍTULO III. LA REGULACIÓN DE LAS OPERACIONES APALANCADAS EN EL PANORAMA COMPARADO.....	147
I. PRESENTACIÓN.....	147
II. EL CONTROL <i>EX ANTE</i> DE TIPO CASUÍSTICO: EL DERECHO ITALIANO.....	151
1. La regulación de la asistencia financiera.....	153
1.1. El negocio en fraude de ley.....	154
1.2. La reforma del art. 2358 <i>Cc</i>	158
2. La fusión apalancada: el art. 2501 bis <i>Cc</i> (remisión).....	160
III. EL CONTROL <i>EX ANTE</i> POR VÍA DE EXCEPCIONES: LA LEGISLACIÓN SOCIETARIA ANGLOSAJONA	161
1. El concepto de asistencia financiera.....	164
2. La distinta regulación de tipos sociales	165
3. Las excepciones.....	166
IV. EL CONTROL <i>EX ANTE</i> DE TIPO ABSOLUTO SUJETO AL ANÁLISIS EN SEDE DE MODIFICACIONES ESTRUCTURALES: LA CONFIGURACIÓN NORMATIVA EN ESPAÑA.....	168
1. La sociedad anónima: del art. 81 LSA al art. 150 <i>TRLSC</i>	171
1.1. La prohibición de asistencia financiera.....	172
1.2. Las excepciones	176

A) La adquisición por los propios trabajadores	177
B) Las operaciones habituales en la actividad bancaria.....	180
1.3. Analogía y Derecho transitorio	182
2. La sociedad de responsabilidad limitada: del art. 40.5 LSRL al art. 143.2 TRLSC.....	184
2.1. La norma comunitaria como Directiva de mínimos. El Derecho nacional.....	185
2.2. La ausencia de excepciones	187
A) La actividad de las entidades financieras: la tipología como elemento determinante	188
B) Los trabajadores: la posible justificación económica	189
2.3. La fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente: el art. 35 LME (remisión)	190
V. EL CONTROL <i>EX POST</i> : EL ORDENAMIENTO ESTADOUNIDENSE	191
1. Tests de solvencia.....	192
2. <i>Fraudulent transfers</i>	195
VI. LAS PARTICULARIDADES TIPOLÓGICAS DEL CASO ALEMÁN.....	198
1. La <i>Aktiengesellschaft</i> (AG)	200
1.1. La regulación del § 71a.1 AktG	200
A) La relevancia para los <i>leveraged buy-outs</i>	203
B) El teórico carácter superfluo de la prohibición de asistencia financiera	208
1.2. La diferenciación del § 57.1 AktG.....	210
A) La perspectiva de los bienes jurídicos tutelados	211
B) La reforma de <i>MoMiG</i>	213
2. La <i>Gesellschaft mit beschränkter Haftung</i> (GmbH)	214
2.1. La protección del capital: los §§ 30 y 31 GmbHG	215

2.2. La tutela del patrimonio: el § 13.2 GmbHG y la aplicación de la jurisprudencia en materia de grupos de sociedades	216
A) El grupo fáctico cualificado: el caso <i>Autokran</i>	216
B) La responsabilidad de la dominante por levantamiento del velo corporativo: el caso <i>Bremer Vulkan</i>	219
C) La <i>Existenzvernichtungshaftung</i> como responsabilidad derivada del § 826 BGB: el caso <i>Trihotel</i>	220
VII. RECAPITULACIÓN	223

TERCERA PARTE

LA FUSIÓN APALANCADA EN EL DERECHO ESPAÑOL CONTEMPORÁNEO

CAPÍTULO IV. EL SUPUESTO DE HECHO REGULADO DE LA FUSIÓN APALANCADA	231
I. PLANTEAMIENTO GENERAL	231
II. ADVERTENCIA METODOLÓGICA: EL ANÁLISIS COMPARADO CON EL ORDENAMIENTO ITALIANO	237
III. ELEMENTOS SUBJETIVOS	240
1. El criterio de la sociedad resultante	243
2. El punto de vista de las sociedades participantes: La Ley 1/2012	252
2.1. La sociedad anónima y la sociedad comanditaria por acciones.	253
2.2. La sociedad de responsabilidad limitada	261
2.3. La sociedad colectiva y comanditaria simple	265
3. La adquirida como sociedad matriz de un grupo	269
IV. LA ADQUISICIÓN	273
1. Como <i>share deal</i>	276
1.1. El control	276
1.2. Interpretación según las mayorías societarias cualificadas ..	283

2.	Como <i>asset deal</i>	285
2.1.	La perspectiva cuantitativa.....	287
2.2.	El punto de vista cualitativo.....	293
V.	EL ENDEUDAMIENTO	294
1.	El criterio finalista	298
2.	Posibilidades fácticas	308
2.1.	El préstamo bancario.....	309
2.2.	La apertura de crédito	315
2.3.	La emisión de obligaciones.....	318
2.4.	El <i>leasing</i>	325
2.5.	La compra de activos con precio aplazado	327
VI.	EL PLAZO	329
1.	Significación del espacio temporal trienal: análisis de su oportunidad económica.....	330
2.	El <i>dies a quo</i> : El endeudamiento	332
3.	El <i>dies ad quem</i>	336
3.1.	El proyecto de fusión	337
3.2.	El acuerdo de fusión y la inscripción en el Registro Mercantil	340
4.	Implicaciones para los supuestos en los que el endeudamiento se contraiga antes del período de tres años	342
VII.	LA FUSIÓN	344
1.	Supuesto general.....	345
1.1.	De dos sociedades	346
1.2.	De más de dos sociedades.....	348
2.	Supuestos simplificados y especiales	352
2.1.	Acuerdo unánime de fusión: la literalidad del art. 35 LME.	353
2.2.	El supuesto particular de absorción de una sociedad íntegramente participada	357

2.3. El caso en que la sociedad absorbente ostenta el 90% del capital social de la sociedad absorbida	360
2.4. ¿Aplicación de la regla a otras modificaciones estructurales?... ..	361
VIII. RECAPITULACIÓN	365
CAPÍTULO V. LAS OBLIGACIONES INFORMATIVAS DIMANANTES DEL RÉGIMEN LEGISLADO DE LA FUSIÓN APALANCADA	373
I. PREMISA	373
II. LA FUNCIÓN DE LA INFORMACIÓN EN LAS MODIFICACIONES ESTRUCTURALES Y EN LA FUSIÓN APALANCADA EN PARTICULAR	377
1. La autonomía de la voluntad de los socios	379
2. La tutela de acreedores y trabajadores	383
III. EL BALANCE: LA AUSENCIA DE ESPECIALIDADES EN DERECHO ESPAÑOL Y EL INFORME DE AUDITORÍA EN LA LEGISLACIÓN ITALIANA	386
IV. EL PROYECTO	397
1. Los recursos	398
2. Los plazos	407
V. EL INFORME DE LOS ADMINISTRADORES	419
1. Breve referencia al contenido general	421
1.1. El canje de valores y las dificultades de valoración	423
1.2. Las implicaciones para socios, acreedores y trabajadores ...	425
2. El plan económico y financiero	426
2.1. Los recursos	427
2.2. Los objetivos a conseguir	432
3. Las razones de la operación	436
3.1. La adquisición	437
3.2. La justificación de la fusión	441
VI. EL INFORME DE EXPERTOS INDEPENDIENTES	443

1.	La designación del experto.....	447
2.	El contenido del informe	451
2.1.	Cuestiones comunes a las fusiones ordinarias	452
2.2.	El juicio de razonabilidad	455
A)	La viabilidad económica de la operación.....	457
B)	La consideración no determinante del business purpose	463
3.	La determinación de la existencia de asistencia financiera	464
3.1.	La postura doctrinal de la incongruencia	468
3.2.	La interpretación integradora de la Directiva 2006/68/UE..	469
3.3.	La existencia de asistencia financiera en la operación de adquisición	472
3.4.	El criterio de la business purpose.....	475
3.5.	La perspectiva estrictamente económica.....	476
3.6.	Propuesta de solución de la antinomia	477
4.	La responsabilidad del experto.....	479
VII.	RECAPITULACIÓN	482
CAPÍTULO VI. LAS CONSECUENCIAS JURÍDICAS DERIVADAS DE LOS SUPUESTOS FRAUDULENTOS O ECONÓMICAMENTE INVIABLES.....		495
I.	CUESTIONES PREVIAS.....	495
II.	ASPECTOS SOCIETARIOS Y CONTRACTUALES	497
1.	Invalidez o ineficacia de determinados negocios	500
1.1.	Negocio de financiación.....	501
1.2.	La adquisición	506
1.3.	La fusión como negocio de asistencia financiera en caso de informe desfavorable de los expertos independientes.....	508
A)	El acuerdo de la Junta General.....	519
B)	La escritura pública notarial.....	527
C)	La inscripción en el Registro Mercantil	531

ÍNDICE

2.	Responsabilidad de los administradores.....	538
2.1.	La actuación	542
2.2.	El daño	545
2.3.	El nexo de causalidad.....	547
2.4.	Contravención de precepto legal, actuación desleal y negligencia	552
A)	El deber de diligencia del art. 225 TRLSC	556
B)	El art. 35 LME como <i>solvency test</i>	558
III.	ASPECTOS CONCURSALES	561
1.	El concurso como situación.....	563
2.	La acción rescisoria concursal.....	565
2.1.	El <i>Merger Leveraged Buy-Out</i> como acto perjudicial para la masa activa del art. 71.3 LC.....	568
2.2.	La newco como persona especialmente relacionada con la concursada.....	571
3.	La responsabilidad concursal	574
IV.	ASPECTOS TRIBUTARIOS	579
1.	El régimen de fusiones del Impuesto sobre Sociedades.....	580
2.	La excepción del régimen.....	581
2.1.	El fraude o la evasión fiscal	582
2.2.	Los motivos económicos válidos	583
V.	RECAPITULACIÓN	584
	SCHLUSSFOLGERUNGEN IN THESENFORM	595
I.	BEZÜGLICH DER ÖKONOMISCHEN GRUNDSÄTZE BEI <i>LEVERAGED BUY-OUTS</i>	595
II.	BEZÜGLICH DER HISTORISCHEN ENTWICKLUNG DES VERBOTS DER FINANZIELLEN UNTERSTÜTZUNG.....	597
III.	BEZÜGLICH DER REGELUNG VON <i>LEVERAGED BUY-OUTS</i> AUS EINER RECHTSVERGLEICHENDEN PERSPEKTIVE	600

IV. BEZÜGLICH DES TATBESTANDES DER REGELUNG DES <i>MERGER LEVERAGED BUY-OUTS</i> IM UMWANDLUNGSRECHT	604
V. BEZÜGLICH DER INFORMATIONSPFLICHTEN BEIM <i>MERGER LEVERAGED BUY-OUT</i>	607
VI. BEZÜGLICH DER RECHTSFOLGEN DER NICHTERFÜLLUNG DER INFORMATIONSPFLICHTEN	611
BIBLIOGRAFÍA	615
JURISPRUDENCIA	673
I. TRIBUNALES ESPAÑOLES	673
II. TRIBUNALES INGLESES	673
III. TRIBUNALES ITALIANOS	673
IV. TRIBUNALES ALEMANES	673
V. TRIBUNALES ESTADOUNIDENSES	674

ABREVIATURAS

<i>AAMN</i>	Anales de la Academia Matritense del Notariado
<i>AAP</i>	Auto de la Audiencia Provincial
<i>AcP</i>	Archiv für die civilistische Praxis
<i>ADC</i>	Anuario de Derecho Civil
<i>ADCo</i>	Anuario de Derecho Concursal
<i>AG</i>	Aktiengesellschaft
<i>AG</i>	Die Aktiengesellschaft (Revista)
<i>Akron L. Rev.</i>	Akron Law Review
<i>AktG</i>	Aktiengesetz vom 6. September 1965
<i>Am. Econ. Rev.</i>	American Economic Review
art./ arts.	Artículo/ Artículos
<i>Auckland U. L. Rev.</i>	Auckland University Law Review
<i>Bankr. Dev. J.</i>	Bankruptcy Developments Journal
<i>BB</i>	Betriebs-Berater
<i>BBTC</i>	Banca, Borsa e Titoli di Credito
<i>BC</i>	Bankruptcy Code
<i>BGB</i>	Bürgerliches Gesetzbuch vom 18. August 1896
<i>BGH</i>	Bundesgerichtshof
<i>BGHZ</i>	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
<i>Bus. Law.</i>	Business Lawyer
bzw.	Beziehungsweise
<i>Cardozo L. Rev.</i>	Cardozo Law Review

ABREVIATURAS

CC	Código Civil aprobado por Real Decreto de 24 de julio de 1889
<i>Cc</i>	Reggio Decreto-Legge 16 marzo 1942, n. 262 Approvazione del testo del Codice Civile
CCC	California Corporation Code
CCom	Código de Comercio aprobado por Real Decreto de 22 de agosto de 1885
<i>CDC</i>	Cuadernos de Derecho y Comercio
CE	Constitución Española de 1978
cit.	Citado
<i>CLJ</i>	Cambridge Law Journal
<i>CMLR</i>	Common Market Law Review
<i>Colum. L. Rev.</i>	Columbia Law Review
CONSOB	Commissione Nazionale per la Società e la Borsa
<i>Cont. nelle soc.</i>	Il controllo nelle società e negli enti (Revista)
<i>Contr. Imp.</i>	Contratto e Impresa
Coord.	Coordinador/ Coordinación
<i>Cornell L. Rev.</i>	Cornell Law Review
<i>Corr. Giur.</i>	Corriere giuridico
<i>CSLJ</i>	Company and Securities Law Journal
<i>Cumb. L. Rev.</i>	Cumberland Law Review
<i>DB</i>	Der Betrieb (Revista)
<i>Del. J. Corp. L.</i>	Delaware Journal of Corporate Law
<i>Der Konzern</i>	Der Konzern: Zeitschrift für Gesellschaftswrecht, Steuerrecht, Bilanzrecht und Rechnungslegung der verbundenen Unternehmen
DGCL	Delaware General Corporation Law

Dir.	Director/ Dirección
<i>Dir. Fall.</i>	Il diritto fallimentare e delle società commerciali
<i>DStR</i>	Deutsches Steuerrecht (Revista)
<i>Duke L. J.</i>	Duke Law Journal
<i>EBLR</i>	European Business Law Review
<i>EBOR</i>	European Business Organization Law Review
<i>ECFR</i>	European Company and Financial Law Review
Ed./ Eds.	Editor/ Editores
<i>EF</i>	Estudios Financieros. Revista de contabilidad y tributación
<i>Foro It.</i>	Foro Italiano
<i>Ga. L. Rev.</i>	Georgia Law Review
<i>Giur. Comm.</i>	Giurisprudenza Commerciale
<i>Giur. It.</i>	Giurisprudenza Italiana
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung vom 20. April 1892
<i>GmbHR</i>	GmbH-Runschau
GmbH & co. KG	Gesellschaft mit beschränkter Haftung & Compagnie Kommanditgesellschaft
h. M.	herschende Meinung
<i>Harv. L. Rev.</i>	Harvard Law Review
HGB	Handelsgesetzbuch vom 10. Mai 1897
<i>HPE</i>	Hacienda Pública Española (Revista)
Hrsg.	Herausgeber
i. S. d.	im Sinne des

ABREVIATURAS

<i>InDret</i>	Revista para el análisis del Derecho
InsO	Insolvenzordnung vom 5. Oktober 1994
<i>J. Appl. Corp. Fin.</i>	Journal of Applied Corporate Finance
<i>J. Fin. Econ.</i>	Journal of Financial Economics
<i>J. Finance</i>	Journal of Finance
<i>J. L. & Econ.</i>	Journal of Law and Economics
<i>J. Legal Stud.</i>	Journal of Legal Studies
<i>J. Polit. Econ.</i>	Journal of Political Economy
<i>J. S. Afr. L.</i>	Journal of South African Law
<i>JBL</i>	Journal of Business Law
<i>JCP</i>	Juris-Classeur Périodique
<i>JL</i>	Justicia Laboral: Revista de Derecho del Trabajo y de la Seguridad Social
<i>JZ</i>	Juristenzeitung
KG	Kommanditgesellschaft
<i>La Notaría</i>	La Notaría: órgano oficial, autorizado y único de los notarios de Cataluña
<i>Law & Contemp. Probs.</i>	Law and Contemporary Problems
LBO	Leveraged Buy-Out
LC	Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal
LCoop	Ley 27/1999, de 16 de julio, de Cooperativas
<i>Le Società</i>	Le Società: Rivista di diritto e pratica commerciale societaria e fiscale
LIS	Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades
LME	Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles

LMV	Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores
LSRL	Ley 2/1995, de 23 de marzo, reguladora de las Sociedades de Responsabilidad Limitada
<i>Minn. L. Rev.</i>	Minnesota Law Review
MLBO	Merger Leveraged Buy-Out
<i>Mo. L. Rev.</i>	Missouri Law Review
<i>Mod. L. Rev.</i>	Modern Law Review
MoMiG	Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen vom 23. Oktober 2008
<i>N. D. L. Rev.</i>	North Dakota Law Review
NGCC	Nuova Giurisprudenza Civile Commentata
<i>NJW</i>	Neue Juristische Wochenschrift
<i>NLJ</i>	New Law Journal
<i>NotUE</i>	Noticias de la Unión Europea
núm.	Número
<i>NZG</i>	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OHG	Offene Handelsgesellschaft
<i>Ohio St. L. J.</i>	Ohio State Law Journal
OPA	Oferta Pública de Adquisición
p./ pp.	Página/ Páginas
<i>Pac. L. J.</i>	Pacific Law Journal
PartGG	Gesetz über Partnerschaftsgesellschaften angehöriger freier Berufe vom 25. Juli 1994 (Partnerschaftsgesellschaftsgesetz)
<i>PEE</i>	Papeles de Economía Española

ABREVIATURAS

PLFFE	Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial
<i>PSF</i>	Perspectivas del Sistema Financiero
<i>Q. J. Econ.</i>	The Quarterly Journal of Economics
<i>RAD</i>	Revista Aranzadi Doctrinal
<i>RCDI</i>	Revista Crítica de Derecho Inmobiliario
<i>RDBB</i>	Revista de Derecho Bancario y Bursátil
<i>RDCP</i>	Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal
<i>RDM</i>	Revista de Derecho Mercantil
<i>RDP</i>	Revista de Derecho Privado
<i>RdP</i>	Revista de Derecho Patrimonial
<i>RdS</i>	Revista de Derecho de Sociedades
<i>RECR</i>	Revista Española de Capital Riesgo
<i>RGD</i>	Revista General de Derecho
<i>RGLJ</i>	Revista General de Legislación y Jurisprudencia
<i>RGPP</i>	Revista de Gestión Pública y Privada
<i>Riv. Dir. Comm.</i>	Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle obbligazioni
<i>Riv. Dott. Comm.</i>	Rivista dei Dottori Commercialisti
<i>Riv. Soc.</i>	Rivista delle Società
<i>RJC</i>	Revista Jurídica de Cataluña
<i>RJN</i>	Revista Jurídica del Notariado
<i>RMBCA</i>	Revised Model Business Corporation Act
<i>RMV</i>	Revista de Derecho del Mercado de Valores
<i>RRM</i>	Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil
<i>RTT</i>	Revista Técnica Tributaria

SA	Sociedad Anónima
SAN	Sentencia de la Audiencia Nacional
SL/ SRL Limitada	Sociedad Limitada/ Sociedad de Responsabilidad Limitada
SpA	Società per azioni
Srl	Società a responsabilità limitata
ss.	siguientes
<i>Stan. L. Rev.</i>	Stanford Law Review
t.	Tomo
<i>Tex. L. Rev.</i>	Texas Law Review
TRLAC	Real Decreto Legislativo 1/2011, de 1 de julio, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Auditoría de Cuentas
TRLSA	Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas
TRLSC	Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital
u. a.	unter anderem
<i>U. C. Davis L. Rev.</i>	University of California Davis Law Review
<i>U. Chi. L. Rev.</i>	University of Chicago Law Review
<i>U. Pitt. L. Rev.</i>	University of Pittsburgh Law Review
<i>U. Rich. L. Rev.</i>	University of Richmond Law Review
UFTA	Uniform Fraudulent Transfer Act (1984)
UmwG	Umwandlungsgesetz vom 28. Oktober 1994

ABREVIATURAS

<i>Va. L. Rev.</i>	Virginia Law Review
vol.	Volumen
<i>WM</i>	Wertpaier-Mitteilungen. Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
<i>Wm. Mitchell L. Rev.</i>	William Mitchell Law Review
WP	Working Paper
<i>Yale L. J.</i>	Yale Law Journal
<i>ZGR</i>	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
<i>ZGS</i>	Zeitschrift für das gesamte Schuldrecht
<i>ZHR</i>	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
<i>ZIP</i>	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZR	Zivilsenat

EINFÜHRUNG

I. DER FREMDFINANZIERTE UNTERNEHMENSKAUF ALS UNTERSUCHUNGSOBJEKT

1. *Leveraged Buy-Outs* sind in der wirtschaftlichen Wirklichkeit im Laufe des letzten Jahrhunderts von aussetzendem Gebrauch gewesen; sie erlauben eine Erklärung der gesetzlichen Veränderungen, sowie der wechselhaften Rechtssprechung. Das Geschäft hat zu bestimmten Zeitperioden große Relevanz erworben und ist gewohnheitsmäßig Mittelpunkt normativer, bzw. im Schriftum gehaltener Diskussionen. Diese können nicht verstanden werden ohne dass man die üblicherweise verknüpften ökonomischen Folgen berücksichtigt. In diesen Transaktionen werden sowohl positive als auch negative Aspekte gegenübergestellt. Zum einen werden nicht nur Synergien, sondern auch größenbedingte Kosteneinsparungen geschaffen. Zum anderen tauchen sämtliche Risiken verschiedener Art auf bezüglich des Vermögensentzugs, wie auch der Missbräuche des Verwaltungsorgans. Eine Gesamtanalyse aller Elemente der Problematik erscheint als notwendig, um die beste rechtliche Behandlung dafür zu finden. Im Laufe des 20. Jahrhunderts sind verschiedene Rechtsschutzformen in den westlichen Rechtsordnungen eingeführt worden.. Die vorliegende Arbeit soll der Begrenzung der Eigenschaften, sowie der angedeuteten wirtschaftlichen Vorteile und Risiken des Geschäfts dienen. Ferner soll gefragt werden , wie die unterschiedlichen Rechtsschutzformen in der Vergangenheit funktioniert haben und wie die dazustehende Vorschriften interpretiert werden sollen.

2. Wie man weiß, sind *leveraged buy-outs* Unternehmenskäufe, bei denen der Käufer dazu eine ziemlich hohe Anzahl an Schulden macht. Dabei werden die Kosten der Fremdfinanzierung auf die Zielgesellschaft übertragen, was auf verschiedener Art und Weise erfolgen kann. Üblicherweise werden diese Transaktionen von einer Verschmelzung gefolgt, bei der das Vermögen der Erwerbs- und Zielgesellschaft zusammengestellt werden und dabei das resultierende Unternehmen die Schuldverhältnisse des Käufers übernimmt. Diese Gestaltung ist andauernd in der jüngeren wirtschaftlichen Geschichte benutzt worden und kann mit bestimmten Ereignissen in Beziehung gestellt werden, die immer wieder die Aufmerksamkeit auf das Thema lenken. Die Wirtschaftskrise, die Ende des Zweiten Weltkriegs im Vereinigten Königreich erfolgte, hat dazu geführt, dass der Gesetzgeber sich dazu entschied, jegliche Arten des *leveraged buy-outs* zu verbieten, indem die erste Regelung zur finanziellen Unterstützung des Aktienerwerbs verabschiedet wurde. Später ist die im europäischen Gebiet fast unbekannt Norm mit leichten Unterschieden durch eine EG-Richtlinie eingeführt worden und hat zugleich Zweifel über die Geltung des Geschäfts gehegt. Das erhöhte Interesse am Schriftum der Kontinentalrechtsordnungen während der (in den) achtziger und neunziger Jahren kann nur durch das erneute Vorkommen sämtlicher *leveraged buy-outs* in den westlichen Wirtschaften und durch die Notwendigkeit einer angemessenen Hermeneutik des geltenden Rechtsrahmens erklärt werden. Der festgestellte Bedarf einer größeren Flexibilität der Regelung hat zu einer Wiedererwägung des Verbots geführt. Dabei sind sogar manche Formulierungen, die spezifisch auf *merger leveraged buy-outs* gezielt sind, in sämtlichen Rechtssystemen wie Spanien und Italien entstanden. Ihre Besonderheit besteht darin, dass sie

Pflichtinformationen bei den notwendigen Unterlagen im Rahmen des Verschmelzungsverfahrens berücksichtigt werden sollen. Diese benötigen eine geeignete Interpretation, sowie eine angemessene Verankerung im Umwandlungsrecht.

II. DIE NOTWENDIGE SUCHE NACH RECHTSCHUTZFORMEN

3. Das Interesse der verschiedenen Gesetzgeber an eine zweckmäßige normative Gestaltung, die die unterliegende wirtschaftliche Problematik berücksichtigt, kann nur dank der mikro- und makroökonomischen Bedeutung verstanden werden. Um zu einer normativen Lösung zu kommen, die mit den Erfordernissen übereinstimmt und konsequent mit der gesellschaftsrechtlichen Regelung ist, soll man den wirtschaftlichen und finanziellen Aspekten die entsprechend erforderliche Aufmerksamkeit widmen. Die strategischen und unternehmerischen Vorteile und Effekte werden in diesem Sinne den zugehörigen Risiken entgegengesetzt. Diese treten als Schäden auf, die den Wirtschaftsteilnehmern wie Gläubigen oder Minderheitsgesellschaften auferlegt werden. Besonders *leveraged buy-outs*, die die Verschmelzung als Konzentrationsmechanismus anwenden, verfolgen zwei wesentliche Ziele. Einerseits geht es um die Kosteneinsparungen, die durch die Erhöhung der Unternehmensgrösse geschafft wird. Andererseits können Synergien durch die Neugestaltung einer Gesellschaft erlangt werden, die entweder nach der Gründung des Konzerns oder aus der Verschmelzung erfolgt. Die Rationalisierung und Verbesserung der Zuweisung von Ressourcen führen zu einer effizienteren Geschäftsführung und folglich zu einer Steigerung des *shareholder value*.

Bezüglich der wirtschaftlichen Risiken, die bei *leveraged buy-outs* üblicherweise auftauchen, steht die Vermögensminderung im Vordergrund.

Dieser sei ursprünglich der Grund gewesen, weshalb der Gesetzgeber einer Zulassung dieser Geschäfte immer misstrauisch entgegengekommen ist. Eine unangemessene Verschuldung könnte zu einer undifferenzierten Veräußerung der Aktiva (*asset stripping*) führen. Die Solvenz der Gesellschaft zu ignorieren könnte diese zur Zahlungsunfähigkeit hinbringen. Ferner sollen Missbräuche des geschäftsleitenden Organs gleichzeitig als Risiko befürchtet werden. Bei denen kann es passieren, dass durch die Finanzierung der Aktien- bzw. Anteilenerwerb von angrenzenden Dritten ermöglicht wird. Letzendlich können *leveraged buy-outs* auch der betrügerischen Beeinflussung des Börsenkurses dienen.

4. Die in jeder Rechtsordnung angewandten Regelung hat einen gemeinsamen Ziel verfolgt; die mit den erwähnten Risiken verbundenen Kosten sollten so weit wie möglich reduziert werden und die unternehmerischen Objektivie gleichzeitig unterstützen. In diesem Sinne hat die traditionelle Normierung mit der Einführung des Verbots der finanziellen Unterstützung des Aktienerwerbs im englischen Recht in den zwanziger Jahren begonnen; sie wurde als Schlussklausel des Systems des Erwerbs eigener Aktien konzipiert. Ziel eines ausgiebigen und absoluten Verbots war, jedes Geschäft, das sich einem *leveraged buy-out* annähern könnte, zu verhindern. In anderen Rechtsordnungen wie bei der Zweiten gesellschaftsrechtlichen EG-Richtlinie (77/91/EG), wie auch nachher bei den umgeschriebenen englischen Vorschriften, wird die Möglichkeit angeboten, einen nicht so angedehnten Tatbestand einzusetzen, der trotzdem eine *ex ante*-Kontrolle ermöglicht. Dabei sollen beim Auftauchen von *leveraged buy-outs* die vorliegenden Faktoren berücksichtigt und abgeschätzt werden. Manchmal soll eine am Einzelfall orientierte Analyse durchgeführt werden;

bei anderen Rechtssystemen ist die Erlaubnis der Anwendung von bestimmten Ausnahmen bedingt; letztendlich gibt es bei sämtlichen Rechtsordnungen besondere Anforderungen im Rahmen des Umwandlungsrechts. Jedenfalls ist das Ziel der verschiedenen Gesetzgeber, die Regelung in einer bestimmten Art und Weise zu entwerfen, sodass nur die Transaktionen geltend sind, wenn sie weder betrügerisch noch wirtschaftlich durchführbar sind.

Andere nichteuropäische Rechtsordnungen haben sich für ein flexibleres System entschieden, das weder ein Verbot noch eine *ex ante*-Kontrolle enthält, das aber manche Behutsamkeiten sowohl im Rahmen des Gesellschafts-, als auch des Insolvenzrechts eingefügt hat. Namentlich wird der Rechtsschutz der wirtschaftlichen Interessen bei *leveraged buy-outs* im US-Amerikanischen einerseits durch die Geschäftsführerhaftung wegen Verletzung des Sorgfaltsmaßstabs bei der Durchführung von Solvenztests gewährleistet, wie auch mit Insolvenzanfechtungen im Fall der Zahlungsunfähigkeit. Die grösseren Möglichkeiten der Neugestaltung sowie des Eintritts neuer Gesellschaften im Rahmen des Insolvenzverfahrens erlaubt eine bessere Fortführung der Betriebshandlung und die Verhinderung der Liquidierung der Aktiva.

Die angedeutete Behandlung im Rahmen des Umwandlungsrechts, die sowohl bei italienischen, als auch bei spanischen Vorschriften auftaucht, ist ein Sonderfall der *ex ante*-Kontrolle, die für *merger leveraged buy-outs* gezielt ist. Der Tatbestand der Norm enthält eine sorgfältige Beschreibung der rechtsrelevanten Transaktion; außerhalb dieser, verstösst das Geschäft gegen das Verbot der finanziellen Unterstützung oder es ist absolut unbehindert. Die erwähnte Definition umschließt die in der wirtschaftlichen Wirklichkeit beobachtete Gestalt, sie umfasst aber ebenfalls manche

Vermutungen. Die Rechtsfolge beinhaltet sämtliche Informationspflichten, die beim Verschmelzungs- und Prüfungsbericht eingefügt werden sollen. Diese ermöglichen eine bessere Willensäußerung der Hauptversammlung bezüglich des Verschmelzungsvertrags, der als Finanzierungsgeschäft zumindest im spanischen Recht verstanden werden soll. Das System soll notwendigerweise im Rahmen des Umwandlungsrechts analysiert und interpretiert werden; die Rechtschutzformen dieser sollen in diesem Sinne berücksichtigt werden.

III. GLIEDERUNG DER VORLIEGENDEN ARBEIT

5. Die Arbeit ist in drei große Teile gegliedert, die zum einen Abschnitte eines analytischen Prozesses sind, die als Ziel die Untersuchung der verschiedenen Rechtschutzformen haben und zum anderen eng mit den unterschiedlichen angewandten Methoden in Verbindung stehen. Von denen soll als erstes die Struktur der Transaktion ökonomisch und finanziell verstanden werden. Weiterhin, beanspruchen die teilweise unterschiedlichen Rechtsannäherungen der Gesetzgeber eine Beobachtung dessen Arbeitsweise, aus der man Schlussfolgerungen ableiten kann, die bei der Abgrenzung der Problematik und der Rechtssystematik von großer Hilfe sein können. Diesem Zweck kann die historische Untersuchung des Verständnisses der Rechtsentwicklung bei der Behandlung der Transaktion dienen und, besonders, im Fall der Beziehung mit dem Verbot der finanziellen Unterstützung. Ebenso ist die Rechtsvergleichung ein wichtiges Werkzeug, das die Auseinandersetzung bereichert. Letzendlich ist Ziel der Arbeit, sowohl die Exegese, als auch die kritische Beurteilung der Vorschriften, die das Rechtssystem des *merger leveraged buy-outs* im spanischen und italienischen Recht beinhalten, abzugeben.

6. Die Objekte einer ökonomischen Untersuchung sind unterschiedlich. Einerseits soll bestimmt werden, welche die typische Gestalt des analysierten Rechtsgeschäfts ist, was für Wirtschaftsteilnehmer es gibt und welche Finanzierungsarten den Unternehmenskauf ermöglichen. Andererseits kann die Ergebniskonstellation Anreize setzen wie auch die Implikationen abgrenzen, zu denen besondere Regelungen führen können. Dabei benutzt die Analyse Elemente sowohl der Mikroökonomik, als auch der Finanzen. Diese dienen der Erklärung der Formen der Transaktionen, des Verhaltens der Subjekte und der Effekte der Verschuldung.

7. Die Absicht einer historischen und rechtsvergleichenden Analyse ist die Rechtsentwicklung der Normen zu untersuchen. Im Fall der *leveraged buy-outs* ist zu klären, wie sich die unterschiedlichen Rechtsordnungen mit der Problematik befasst haben. Wichtig ist dabei zu erfassen, was es für Einflüsse zwischen den Rechtssystemen gegeben hat und in welcher Art und Weise diese aufgetaucht sind, entweder durch eine von der EG/EU erstellte Vereinheitlichung, oder als Folge einer nicht angestifteten gesetzlichen Annäherung. Der erste Effekt hat zum Zeitpunkt des Inkrafttretens der zweiten gesellschaftsrechtlichen EG-Richtlinie stattgefunden. Vom Zweiten kann man später den Einfluss mancher US-amerikanischen Rechtsinstitute bei kontinentaleuropäischen Rechtsordnungen feststellen, aber es lässt sich auch die ursprüngliche Beziehung zwischen dem Inhalt des Verbots der finanziellen Unterstützung im Vereinigten Königreich und der nachfolgenden EU-Vorschrift erkennen. Letzendlich kann man im Fall des *merger leveraged buy-outs* die Mitwirkung des italienischen Systems beim spanischen Gesetzgeber ebenfalls beobachten.

Bezüglich des Einflusses des US-Amerikanischen Rechtes ist umstritten, dass es im letzten Jahrzehnt eine Wiedererwägung der Anforderung des gesetzlichen Mindestkapitals gegeben hat. Dabei ist die Einführung von Alternativmethoden, die dem Gläubigerschutz dienen sollten, diskutiert worden, und zwar besonders die Figur des Solvenztests. Man kann zurzeit bestätigen, wie dieser Institut Mitwirkung in Kontinentaleuropa gehabt hat, obwohl es keine wesentlichen gesetzlichen Änderungen, was das Mindestkapital angeht, festzustellen sind. Die deutsche Rechtsprechung zur *Existenzvernichtungshaftung* und die spanische und italienische Vorschriften zum *merger leveraged buy-out* sind einige Beispiele dafür. Dasselbe gilt für sämtliche Regeln im Insolvenzrecht, wo das US-Amerikanische Recht das meistens angewandte Mittel zur Behandlung von *leveraged buy-outs* ist. Bei den sogenannten *fraudulent transfers* werden auch Solvenztests durchgeführt; jedoch existiert das Rechtsinstitut als solcher auch unter anderen sowohl im deutschen, als auch im spanischen Recht.

Hinsichtlich des Verbots der finanziellen Unterstützung, waren die ursprüngliche englische Vorschrift und die zum Teil vorkommende Regel in der italienischen Rechtsordnung, die einzigen Beispiele des Instituts bevor es im EG-Recht eingeführt wurde. Obwohl diese nicht mit derart weitgefaßten Begriffen eingestellt wurde, haben die Mitgliedsstaaten sie in unterschiedlicher Art und Weise erfasst. Der deutsche Gesetzgeber hat sich dazu entschieden, eine wörtliche Übertragung zu machen, während im Fall von Italien oder Spanien entweder der subjektive oder objektive Anwendungsbereich erweitert wurde. Letzendlich hat die englische Fassung einige Ausnahmen eingeführt. Heutzutage scheint es eine Neigung zu flexibleren Gestaltungen zu geben. Diese widerspiegelt sich bei der Entscheidung der Hauptversammlung und der notwendigen Bewertung der

verschiedenen wirtschaftlichen Interessen, sowie der Zahlungsfähigkeit der Gesellschaft. Trotz der unterschiedlichen Regelungen und Ansätze, merkt man wie das Ergebnis bei der Behandlung von *leveraged buy-outs* ziemlich ähnlich ist. Bei der Änderung der EU-Richtlinie geht es um allgemeine finanzielle Unterstützung, während es sich im Fall des spanischen und italienischen Umwandlungsrechts, um eine Verschmelzung handelt, die nach einem fremdfinanzierten Unternehmenskauf stattfindet.

8. Die dogmatische Bearbeitung des spanischen und italienischen Rechtssystem ist der Hauptteil der Arbeit. Bei ihm ist die Rechtsvergleichung teilweise verschieden, da es nicht um die Tendenz sämtlicher und unterschiedlicher Rechtsordnungen geht, wie es im zweiten Teil der Fall war, sondern eher um die Begrenzung der kleinen Verschiedenheiten zwischen den zwei ähnlichen Vorschriften. Diese können durch die Struktur der Norm, ihre Systematik oder den rechtlichen Gesamtzusammenhang bedingt sein. Der Vergleich dient in diesem Sinne der Aufklärung, was die bessere Wortlaut sein soll.

Bei der dogmatischen Analyse sollen die Techniken der normativen Exegese angewandt werden, bei denen sowohl die wörtliche Abfassung, wie auch der gesetzliche Zusammenhang der Normzweck berücksichtigt werden sollen. Insbesondere soll die Vorschrift im Rahmen des Umwandlungsrechts aufgefasst werden. Nicht zu ignorieren ist die notwendige Beziehung, die mit dem Verbot der finanziellen Unterstützung gesetzt werden soll. Nur dank dieser doppelten Perspektive kann die Interpretation vollständig sein.

Die Bearbeitung des Systems wird dreifach unterteilt. Im ersten Abschnitt wird der Tatbestand der Vorschrift untersucht. Dabei geht es erstmals um die Frage der subjektiven Elemente, und zwar darum, was für

Gesellschaftsformen unter dem Anwendungsbereich fallen. Ebenso soll aufgeklärt werden, wie die verschiedenen Aspekte interpretiert werden sollen. Was für Arten von Unternehmenskäufe und Verschmelzungen den Tatbestand erfüllen und wie die Verschuldung im Bezug zu den Rechtsgeschäften verstanden werden soll, muss Untersuchungsobjekt sein. Im zweiten Abschnitt soll die Rechtsfolge analysiert werden und, insbesondere, welche spezifische Informationspflichten von den Prüfern und Verwaltungsorganen verlangt werden. Diese sollen dem Handeln der Hauptversammlung von Hilfe sein. Ebenfalls bilden sie die Basis für die Anwendung von Rechtsbehelfen. Untersucht werden die Möglichkeiten der Anfechtung der Hauptversammlungsbeschlüsse, wie auch des Verschmelzungsvertrages. Gleichzeitig werden Insolvenz- und steuerrechtliche Aspekte berücksichtigt.

PARTE PRIMERA

LA FUSIÓN APALANCADA EN LA REALIDAD ECONÓMICA

CAPÍTULO I. LA FUSIÓN APALANCADA COMO OPERACIÓN ECONÓMICO-FINANCIERA

I. CUESTIONES INTRODUCTORIAS

La fusión apalancada, traducción castellana más o menos acertada de la expresión anglosajona *merger leveraged buy-out*, es una operación societaria de carácter ciertamente extraordinario –más por su relevancia para la vida de la compañía que por su manifestación en la realidad económica, no precisamente exigua– que tiene por objeto la concentración económica¹. La característica propia de esta operación es, con todo, el elevado endeudamiento y consiguiente riesgo financiero que incorpora, lo que la diferencia de cualquier otro tipo de conglomeración empresarial². Se trata, consiguientemente, de una fusión que tiene lugar con posterioridad a una

¹ Ampliamente, un análisis en clave económica que suponen las operaciones de concentración económica puede verse en EASTERBROOK, F. H./ FISCHEL, D. R., “Corporate Control Transactions”, *Yale L. J.*, núm. 91, 1981-1982, pp. 698-737. Se analizan las relaciones entre la mejora producida como consecuencia de las operaciones de estas características y las relaciones existentes con los deberes fiduciarios.

² Véanse, en términos generales, las consideraciones de URÍA GONZÁLEZ, R., “Teoría de la concentración de empresas”, *RDM*, núm. 24, 1949, pp. 315-348, donde plantea hipótesis sobre lo que debe entenderse por concentración de empresas en sentido económico, teniendo en cuenta que éstas pueden concurrir tanto de forma horizontal, como vertical, siendo en el primer caso la voluntad de unir una multiplicidad de entes económicos que desarrollan la misma actividad y, en el segundo, de unificación de tareas complementarias (pp. 318-319). En el primer caso, el planteamiento subyacente es el alcance de economías de escala, mientras que en el segundo, la cuestión tiene que ver con sinergias.

previa adquisición de sociedad para la que el comprador utiliza la liquidez obtenida a crédito³.

La fusión apalancada, que surge en la realidad económica como especie de la genérica operación de adquisición apalancada (*leveraged buy-out*), supone una fórmula de integración empresarial en la que intervienen dos o más compañías. Económicamente se enfrenta a una disyuntiva, consistente en la necesidad de ponderación entre las mayores posibilidades de eficiencia en la actividad que desarrollan las sociedades, derivada de la generación de sinergias y economías de escala, y el surgimiento de dificultades de liquidez que puedan dar lugar a situaciones concursales. La delimitación de los elementos que caracterizan o envuelven a la situación descrita va a ser el objeto de estudio en el presente capítulo, lo que viene precedido por un análisis de la fisionomía de la operación en sí misma. Así, la concreción de los elementos que entran en juego en la transacción, especialmente los de índole subjetiva y los de carácter financiero, permite presentar una realidad económico-financiera unívoca que, sin embargo, se presenta en forma dispar, con o sin fusión posterior y, en ocasiones, con intervención de sujetos particulares, como puedan ser los administradores o los trabajadores.

Jurídicamente, sin embargo, la idea de fusión ha sido incorporada al acervo terminológico de la legislación de modificaciones estructurales, imprimiéndosele unos elementos que no son exactamente coincidentes con los propios de la operación económico-financiera que aquí traemos a colación. Las divergencias entre la realidad económica y la normativa⁴

³ Véase una pormenorizada descripción de la transacción en CALVELLO, S., “Leveraged buy-out”, *Contr. Imp.*, vol. 6, núm. 6, 1990, pp. 1255-1293, en concreto, en las pp. 1255-1263.

⁴ Decía GIRÓN TENA, J., “El concepto del Derecho Mercantil: desenvolvimiento histórico y Derecho comparado”, *ADC*, vol. 7, núm. 3, 1954, pp. 695-808, que a los efectos jurídico-positivos, las cosas son como las definen las normas (“*sistema interno*”), por lo que advertía

resultarán evidenciadas por la propia comparación entre ambas. El análisis económico de la operación que se desarrolla en el presente capítulo sirve, en todo caso, de base para la futura determinación de la regulación jurídica oportuna. Así, el proceso analítico escogido y que se desarrolla a lo largo de las siguientes páginas parte del estudio económico que se lleva a cabo en el presente capítulo. Una vez determinados los intereses de las partes intervinientes o vinculadas con alguna de las sociedades participantes, se presentan, a lo largo de los dos capítulos siguientes, las posibilidades legislativas que, a lo largo de la reciente historia legislativa y en la actualidad, se han utilizado con el fin de lograr la tutela de todos ellos. Una adecuada valoración de los mismos permitirá extraer unas primeras conclusiones – parciales– que serán complementadas mediante el análisis de corte doctrinal que se lleva a cabo en los últimos tres capítulos. Allí se estudia pormenorizadamente el tratamiento específicamente dado a la fusión apalancada en los ordenamientos español e italiano, constituyendo una institución, si conceptualmente no necesariamente novedosa, sí, al menos, en términos de plasmación legislativa⁵.

que la investigación en Derecho positivo debía buscar su fundamentación en los propios preceptos del sistema legal vigente (p. 700).

⁵ Es una realidad, en este sentido, que las fusiones apalancadas han constituido un elemento de necesaria consideración por parte de los legisladores occidentales desde la crisis económica acaecida en el Reino Unido tras el término de la 1ª Guerra Mundial, lo que impide hablar de una novedad en sí misma. El tratamiento específico y no indirecto de la cuestión tras la Reforma del Derecho de Sociedades italiano en 2003 permite, sin embargo, hablar de una implementación legislativa inexistente anteriormente.

II. CONCEPTO Y TIPOS DE *LEVERAGED BUY-OUT*

El *leveraged buy-out* es por definición⁶ aquella operación de adquisición de una sociedad en la que el comprador utiliza una cantidad de endeudamiento relevante y que, como consecuencia de la compraventa que se lleva a cabo, el coste del crédito concedido recae en la sociedad adquirida, que se denominará compañía objetivo o *target*. Consecuentemente, cabe indicar que ésta no necesariamente deberá concluir con una fusión, como ocurre en el supuesto de hecho normativo contemplado por el recientemente introducido art. 35 LME. La fusión posterior⁷, en este sentido, tan sólo constituye una fórmula que garantiza la mayor integración patrimonial y el efectivo traslado del coste de la deuda al patrimonio de la sociedad adquirida, con las implicaciones

⁶ En términos generales, WAHL, J. B./ WAHL, E. T., “Fraudulent Conveyance Law and Leveraged Buyouts: Remedy or Insurance Policy?”, *Wm. Mitchell L. Rev.*, núm. 16, 1990, pp. 343-382, particularmente, pp. 345-346. También, ampliamente, VON DRYGALSKI, A., “Private Equity (Finanzinvestoren, Buy Out, Venture Capital)”, en HOLZAPFEL, H-J./ PÖLLATH, R. (Hrsg.), *Unternehmenskauf in Recht und Praxis*, 14. Auflage, Köln, RWS, 2010, pp. 293-362, concretamente, pp. 298-300; WEINHEIMER, S., “Private Equity”, en HÖLTERS, W./ LUCKS, K., *Handbuch Unternehmenskauf*, 7. Auflage, Köln, Otto Schmidt, 2010, pp. 1145-1197, particularmente, p. 1158; SCHÄFFER, F., “Finanzierung von LBO-Transaktionen: Die Grenzen der Nutzung des Vermögens der Zielgesellschaft”, *BB*, vol. 61, núm. 48, 2006, pp. 1-12, en concreto, p. 1. Entre nosotros, ténganse en cuenta las consideraciones de DEL CASTILLO IONOV, R., “La Operativa y las Estrategias de Inversión de las Entidades de Capital-Riesgo”, en MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A. (Dir.), *El Capital-Riego: Su Operativa*, Cizur Menor, Aranzadi, 2012, pp. 151-201, concretamente, p. 164; SEGURA DE LASSALETTA, R., “Las operaciones de adquisición apalancada. Cuestiones generales”, en TRÍAS SAGNIER, M. (Coord.), *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España*, Madrid, Marcial Pons, 2006, pp. 137-154, pp. 137-138; ERLAIZ COTELO, I., “Las operaciones de *Leveraged Buy Out*”, en ÁLVAREZ ARJONA, J. M. (Dir.)/ ERLAIZ COTELO, I. (Coord.), *Capital riesgo (private equity): aspectos regulatorios, mercantiles, financieros, fiscales y laborales*, Cizur Menor, Aranzadi, 2006, pp. 529-585, p. 530.

⁷ Sobre la posibilidad, DEL CASTILLO IONOV, R., “La Operativa y las Estrategias...”, cit., pp. 179-180.

jurídicas que ello pueda acarrear⁸. Lo cierto es, con todo, que la posibilidad de incorporar una modificación estructural posterior tan sólo es una más de las configuraciones del *buy-out* con endeudamiento y ésta, en su caso, tendrá lugar, bien como consecuencia de una absorción de la adquirente, bien de la *target*, bien por creación de nueva sociedad⁹. Otras, como se ha dicho, pueden suponer la inclusión de los administradores o los trabajadores como adquirentes directos o indirectos de la sociedad¹⁰.

Éstos pueden integrarse en la sociedad adquirente, que, en otro caso, o al tiempo, puede encontrarse participada en todo o en parte por algún tipo de inversor externo, sea un fondo de capital-riesgo (*private equity fund*) o incluso un *hedge fund* u otro inversor institucional, como ha sido planteado¹¹. En la estructura de la operación, éste recibe un determinado crédito de un tercero financiador, que puede ser unívoco o en el que se puede hallar involucrada una pluralidad de ellos, incluso en una cantidad y con un riesgo asociado divergente. La sociedad objetivo, por último, no responde necesariamente a

⁸ El art. 35 LME incorpora un supuesto que no es propiamente un *leveraged buy-out* (aunque algunos autores así lo han considerado, CANDELARIO MACÍAS, I./ FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, C., “El LBO como medio de salvación de la empresa”, *CDC*, núm. 23, 1991, pp. 307-348, pp. 317-318; MEYER, D., *Die Besicherung der Akquisitionsfinanzierung beim Leveraged Buy-Out einer GmbH. Haftungsrisiken und Gestaltungsmöglichkeiten nach MoMiG und Trihotel*, Baden-Baden, Nomos, 2010, p. 51), dado que no se exige la adquisición de la sociedad –o al menos el control-, sino que la mera compraventa de determinados activos puede dar lugar a que se considere como fusión apalancada.

⁹ AURIOLES MARTÍN, A., “Los leveraged buy-outs y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas”, *RDBB*, núm. 51, 1993, pp. 637-680, pp. 676-679; SCHÄFFER, F., “Finanzierung von LBO-Transaktionen...”, cit., pp. 2-3; OTTO, H-J., “Buy-Out-Finanzierungen: Neue Akquisitionsstrukturen nach neuem Umwandlungsrecht”, *DB*, núm. 42, 1994, pp. 2121-2124, p. 2123.

¹⁰ En la doctrina se han analizado los problemas jurídicos específicos que se presentan en las operaciones de *Management Buy-Out*. Véase, ampliamente, por muchos, KOPPENSTEINER, H-G., “GmbH-rechtliche Probleme des Management Buy-Out”, *ZHR*, núm. 155, 1991, pp. 97-119.

¹¹ Véase SPENGLER, M., *Managementbeteiligung im Rahmen von Institutional Buy-Out Transaktionen*, Baden-Baden, Nomos, 2008, pp. 21-23.

unas características que se repitan, sino que puede representar, según el caso, realidades dispares.

1. Concepto y características del *Leveraged Buy-Out*

El concepto de *leveraged buy-out* que hemos establecido tiene como elementos fundamentales una serie de sujetos que tienen relaciones contractuales y crediticias de diversa índole y que, mediante la concentración empresarial, pretenden lograr las oportunas mejoras en la actividad empresarial o generar beneficios. En concreto, la base o fundamento de la operación consiste en las posibilidades que el recurso al crédito puede lograr, estableciendo, indirectamente, el objeto de adquisición como verdadero elemento de garantía indirecta o colateral para el caso de que la cuantía dineraria prestada fuese impagada al tercero financiador¹². Lo que puede diferir es, de un lado, la forma concreta que revista cada uno de los intervinientes en la transacción y, de otro, la vía en la que se financie la misma y el medio utilizado para lograr el efecto de garantía exigido por el prestamista.

1.1. *Los sujetos*

Con independencia de que con posterioridad a la adquisición apalancada se produzca la fusión entre las sociedades intervinientes en la operación, los

¹² Lo que se produce, en cierto sentido, es muy similar a la compraventa de algún bien con recurso al crédito, cuando dicho bien es establecido como colateral o garantía para la entidad financiadora. La diferencia consiste en que el objeto de adquisición es una sociedad con actividad empresarial, lo que indirectamente da lugar a la existencia de determinados sujetos económicos implicados, como socios minoritarios, acreedores y trabajadores, que requieren de la oportuna consideración. Nos encontramos, en este sentido, por oposición al caso anterior, ante la compraventa de un bien dinámico, no estático.

dos negocios jurídicos prototípicos del *leveraged buy-out* son, de un lado, la adquisición y, de otro, la financiación o endeudamiento de la sociedad adquirente. Ello permite advertir la existencia de dos relaciones jurídicas que cabe diferenciar y que, sin perjuicio de su coligamiento, representan vinculaciones entre los diferentes sujetos económicos que participan en la transacción. Así, la compraventa¹³ se produce entre la sociedad adquirente y los diversos tenedores o propietarios de los títulos en que se encuentren representadas las partes alícuotas del capital social¹⁴, incluso si una parte de ellas se encontrara en autocartera. Por el contrario, en el contrato de financiación, es el comprador quien actúa de prestatario y un tercero quien entrega las cantidades dinerarias para que sean destinadas a la referida adquisición. De la anterior diferenciación se desprende la existencia de al menos cuatro sujetos, que podrán ser más en determinadas ocasiones, cuyo análisis se lleva a cabo seguidamente. Éstos son el comprador, el vendedor, la sociedad que resulta –al menos en parte– enajenada y el prestamista¹⁵. Si nos encontráramos en el extraño supuesto de compraventa de activos, que a nuestro entender no puede ser entendido como verdadero *leveraged buy-out* por no suponer propiamente una adquisición de sociedad, aunque sí una compraventa de empresa, el vendedor sería la propia sociedad *target*, mientras que el objeto de enajenación lo constituirían los activos de su propiedad.

¹³ Véanse las consideraciones de tipo contractual, en relación con su configuración como compraventa, de SEGURA DE LASSALETTA, R., “Las operaciones de adquisición apalancada...”, cit., pp. 141-142.

¹⁴ Nada obsta, con todo, a que se produzcan *leveraged buy-outs* en los que participen sociedades personalistas y, especialmente, que la compañía objetivo sea una de ellas. La figura relevante a los efectos del régimen de la fusión apalancada contenido en el art. 35 LME, sin embargo, es, como se verá, la sociedad capitalista.

¹⁵ Da cuenta de la fisonomía de los diferentes sujetos que intervienen en la transacción MASCAREÑAS PÉREZ-ÍÑIGO, J., “La compra con apalancamiento (*Leveraged Buy-Out*)”, *AF*, núm. 13, 1989, pp. 919-948, en concreto, pp. 921 y ss.

A) *El comprador. Especial referencia a los fondos de capital-riesgo.*

El comprador es una sociedad que, tras la adquisición, pasa a participar a la sociedad objetivo en un porcentaje elevado, de manera que, al menos, ostente el control de la misma. En este sentido, la configuración societaria del adquirente parece descansar en dos elementos que tienen que ver, de un lado, con el volumen de la transacción y, de otro, con la idea de transmisión del coste de la deuda a la sociedad adquirida. De esta manera, en primer lugar, el empresario individual no se beneficia de la responsabilidad limitada propia de las sociedades capitalistas¹⁶ y, al tiempo, exige que la adquisición sea realizada con el líquido de su propiedad, o lo que es lo mismo, que él se convierta en el único deudor de la totalidad de la deuda. El consiguiente riesgo que la situación puede acarrear al adquirente resulta inasumible, por lo que se opta por la utilización de compañías, bien para diversificar las necesidades de líquido exigibles a la posible persona física que se erija en socio de la adquirente, bien para restringir la cuantía dineraria que responda frente a los acreedores. En todo caso, si fuese un empresario individual quien adquiriese la *target* no se produciría económicamente, ni siquiera en forma parcial, un traslado del coste de la deuda¹⁷ a la segunda, habida cuenta de que la

¹⁶ El problema de la responsabilidad ilimitada que afectaría al empresario individual que pretendiese llevar a cabo una operación apalancada supone, en términos económicos, la existencia de una barrera de entrada. Dada la ineficiencia que supone, en tal sentido, en opinión de CARR, J. L./ MATHEWSON, G. F., “Unlimited Liability as a Barrier to Entry”, *J. Polit. Econ.*, vol. 96, núm. 4, 1988, pp. 766-784, la existencia de reglas que establezcan responsabilidad ilimitada, que da lugar a la falta de competencia y a la generación de monopolios, la utilización, a los efectos analizados, de entes con responsabilidad limitada parece ser la opción más lógica.

¹⁷ El traslado del coste de la deuda constituye un elemento propio de la transacción que es, en último término, tanto el elemento que facilita el proceso de concentración económica, como el que desencadena los riesgos habituales. Véase por muchos, VON DRYGALSKI, A.,

responsabilidad ilimitada del adquirente haría en principio innecesario que el tercero financiador debiera dirigirse contra los activos de la sociedad. Ello sería así a no ser, claro está, que dados los exiguos bienes de la persona física, la concesión del crédito hubiese tenido lugar, precisamente, en atención al patrimonio de la *target*.

En segundo lugar, además de lo antedicho, la transmisión del coste de la deuda se manifiesta de manera más evidente, tanto si se genera un grupo de sociedades, en el que, mal que con las debidas exigencias en términos de compensación futura, la dominante puede servirse del líquido de la filial, como mediante la integración de los patrimonios que permite la fusión¹⁸. En uno y otro caso, como parece evidente, resulta necesario que el comprador sea una sociedad¹⁹. Pese a todo, nada parece impedir que dicho empresario individual constituya una sociedad unipersonal para poder llevar a cabo la operación que nos ocupa, incluso, si lo que se pretende es reducir su riesgo patrimonial al máximo, con un patrimonio exiguo o el mínimo que pueda ser

“Private Equity...”, cit, pp. 332 y ss. Como ha sido puesto de manifiesto, dicho traslado del coste de la deuda genera el efecto de apalancamiento en el adquirente, especialmente cuando se trata de un fondo de capital-riesgo que ha utilizado para ello una sociedad vehicular. En tales casos, si se produce la suficiente ganancia como para hacer frente al repago de la elevada deuda contraída, la proporción de aquella en relación con el ínfimo capital invertido resulta por término medio mayor a la que se hubiese obtenido en otro caso, especialmente si se piensa que ello permite destinar otros recursos a inversiones diferentes. Véase sobre el particular, RUDOLPH, B., “Funktionen und Regulierung der Finanzinvestoren”, *ZGR*, vol. 37, núms. 2-3, 2008, pp. 161-184, en particular, pp. 170-171.

¹⁸ Véase la descripción de la estructura que realiza EIDENMÜLLER, H., “Private Equity, Leverage und die Effizienz des Gläubigerschutzrechts”, *ZHR*, núm. 171, 2007, pp. 644-683, concretamente, p. 649.

¹⁹ Téngase en cuenta el beneficio de la estructura corporativa y, en general, de la existencia de una persona jurídica frente al supuesto de que ésta no concorra que plantean HANSMANN, H./ KRAAKMAN, R., “The Essential Role of Organizational Law”, *Yale L. J.*, núm. 110, 2000-2001, pp. 387-440, particularmente, pp. 406 y ss. Sobre los beneficios y costes de tener una estructura corporativa, HANSMANN, H./ KRAAKMAN, R./ SQUIRE, R., “Law and the Rise of the Firm”, *Harv. L. Rev.*, núm. 119, 2005-2006, pp. 1335-1403, pp. 1343-1356.

prácticamente inexistente o meramente el mínimo exigido por el financiador para la concesión del crédito.

Particular relevancia tiene el supuesto en el que dicha sociedad unipersonal con un reducido patrimonio es de nueva creación y se encuentra íntegramente participada por un fondo de capital-riesgo²⁰. La compañía adquirente, que en este caso se denomina *new company* o, simplemente, *newco*, es en sí misma la filial de un grupo en el que la matriz es el propio fondo²¹. Sin perjuicio de la posible existencia de otros inversores, dicho *Private Equity Fund* es habitualmente el único socio de la *newco*, así como de otras muchas que, en su caso, puedan ser sujetos activos de operaciones de características similares²². En último término, el adquirente es el fondo, que, sin embargo, se sirve de una compañía interpuesta para la limitación de la posible responsabilidad patrimonial. En este sentido, en el caso de que la sociedad adquirente tan sólo cuente en su activo con el líquido necesario para

²⁰ La legislación en materia de fondos de capital-riesgo en España ha sufrido modificaciones de calado. Así, a la Ley de 1999 (véase FERRANDO VILLALBA, M. L., “Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras”, *CDC*, núm. 29, 1999, pp. 237-253), le sucedió la de 2005 (al respecto, ESPÍN GUTIÉRREZ, C., “La nueva regulación del Capital-Riesgo en la Ley 25/2005, de 24 de noviembre”, *RdS*, núm. 26, 2006, pp. 95-118; GARCÍA MANDALÓNIZ, M., “Un billete de ida y otro de vuelta para el capital-riesgo. Un viaje a partir de la nueva Ley reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras”, *RDBB*, núm. 101, 2006, pp. 117-149). En la actualidad, la Ley 22/2014 ha introducido una nueva regulación (sobre el particular, CANTA DÍAZ DE GUERREÑO, J., “Ley 22/2014, más sombras que luces para el capital riesgo español”, *La Ley Mercantil*, núm. 8, 2014, pp. 4-7).

²¹ Sobre la relación entre las entidades de capital-riesgo y los grupos de sociedades, véanse las cuestiones apuntadas por EMBID IRUJO, J. M., “Aproximación al significado jurídico de las sociedades y fondos de capital-riesgo”, *RDBB*, núm. 22, 1986, pp. 365-379, pp. 375-379.

²² Advertía IGLESIAS PRADA, J. L., “Aproximación al estudio de las sociedades de capital-riesgo”, *RDM*, núm. 191, 1989, pp. 45-66, que eran características de la operativa de los fondos de capital-riesgo la diversificación basada en las expectativas de ganancia relacionadas con determinados riesgos; prototípico era, al tiempo, una cierta “*permanencia temporal*” del capital invertido por el fondo (p. 50). Sólo una adecuada selección de las carteras permitirá, según CUERVO-ARANGO MARTÍNEZ, C., “El futuro del capital privado y de las operaciones apalancadas en España”, *RECR*, núm. 1, 2010, pp. 3-15, permitirá la supervivencia del sector (pp. 8-11).

llevar a cabo la compraventa, la parte porcentual del pasivo o estructura financiera que consista en fondos propios se corresponderá con la aportación efectiva del fondo a la financiación de la transacción.

B) *La target*

El objeto de adquisición que, en caso de compraventa de activos, será la contraparte de la adquisición, recibiendo ésta el precio y no directamente los socios de la compañía, constituye el núcleo de la transacción, pues es el elemento que genera las oportunas motivaciones por parte de las partes implicadas. Aquéllas pueden ser de muy diverso carácter, pero incorporan un denominador común, como es la existencia de determinadas particularidades en la propia sociedad adquirida. Así, cabe pensar tanto en casos de sociedades que no se encuentren en su óptimo de explotación, como en otros en los que la compañía se encuentre en una situación próxima a la insolvencia²³, como, finalmente, en aquéllas que, por sus características, permitan la generación de sinergias o economías de escala como consecuencia de la integración de patrimonios.

Por lo que se refiere al primer caso, es una realidad que el hecho de que una sociedad se encuentre *underperforming* genera un atractivo al inversor externo, que considera que, tras su adquisición, puede llevar a cabo las correspondientes reestructuraciones de su actividad empresarial que permitan una mayor eficiencia en la producción²⁴. En términos estrictos, se busca la obtención de un lucro como consecuencia de la diferencia entre el precio

²³ CANDELARIO MACÍAS, I./ FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, C., “El LBO como medio...”, cit., p. 327.

²⁴ Lo que en buena medida lleva aparejada una nueva configuración de la estructura de riesgo. Véase a tal efecto, SEIBT, C. H., “Gläubigerschutz bei Änderung der Kapitalstruktur durch Erhöhung des Fremdkapitalanteils (Leveraged Recapitalization/ Leveraged Buy Out)”, *ZHR*, núm. 171, pp. 282-314, concretamente, p. 291.

pagado y el valor que se pretende dar a la *target* tenidos en cuenta los flujos de caja futuros una vez llevada a cabo la nueva configuración²⁵. En tal sentido, la falta de fondos propios por parte del comprador puede ser suplida con el recurso al crédito, garantizando así una mejora de la situación económica general²⁶. La *target* podría generar mayores beneficios, revirtiendo éstos positivamente a los socios, tanto al comprador, como a los minoritarios. Los activos de los que, en su caso, se desprendiera la compañía, podrían generar ingresos por su enajenación y ser utilizados, con posterioridad, de manera no subóptima por su adquirente en el mercado. Finalmente, las cuantías dinerarias prestadas generarían una plusvalía para el prestamista y permitirían el funcionamiento del engranaje descrito.

Resulta igualmente imaginable la realización de un *leveraged buy-out* sobre sociedades en situación concursal o preconcursal. En efecto, el recurso al crédito, pese a que pueda incrementar el riesgo financiero, puede constituir una fórmula de refinanciación de una sociedad que permita el mantenimiento de su actividad en el mercado y no suponga su eliminación. En este sentido, el planteamiento del comprador no difiere en demasía del anterior, dado que supone entender que, mediante la oportuna reconfiguración de determinados elementos, que puede consistir en fórmulas de muy diversa índole, se puede

²⁵ Se habla, así, de la necesidad de que el objeto de adquisición sea una compañía que desarrolle su actividad en un sector maduro. Así, FAZZALARI, D./ CALISSE, R., “*Leveraged Buyout e ristrutturazione aziendale: novità operative ed analisi economico-finanziarie*”, *Dir. Fall.*, núm. 1, 1995, pp. 578-587, particularmente, p. 582.

²⁶ Ténganse en cuenta las consideraciones de RUDOLPH, B., “*Funktionen und Regulierung...*”, cit., p. 173, quien considera que con ocasión de la transacción puede tener lugar un cambio del órgano de administración o, en su caso, ser introducidos determinados mecanismos para garantizar una gestión más eficiente del mismo y, consiguientemente, incrementar su productividad. En tal sentido, la existencia de una cantidad notable de deuda generaría los oportunos incentivos para que los administradores procurasen incrementar los ingresos para así poder hacer frente a los diferentes vencimientos. Véase, en términos similares, el planteamiento realizado por JENSEN, M. C., “*Active Investors, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy*”, *J. Appl. Corp. Fin.*, vol. 2, núm. 1, 1989, pp. 35-44.

garantizar una suerte de mejora productiva que, mediante la utilización de un elevado nivel de deuda, permita superar la situación de insolvencia. Con todo, el punto de vista del adquirente puede ser muy otro, pudiendo ser la eliminación de un competidor. La adquisición apalancada de una sociedad puede permitir, en este sentido, la despatrimonialización de la misma, situación frente a la que el Derecho debe actuar, evitando las consecuencias que de la misma se puedan derivar o, en su caso, paliando las posibles implicaciones.

En todo caso, la integración patrimonial bajo un determinado control busca, por ejemplo a través de una integración empresarial hacia adelante o hacia atrás²⁷, la mejora productiva que las mayores dimensiones y la diversificación de actuaciones dentro de una cadena productiva definida por el mercado permiten alcanzar. Lo cierto es que este logro puede ser alcanzado mediante la mera concentración empresarial, bien como consecuencia de la adquisición y consiguiente situación de grupo, bien mediante la oportuna modificación estructural que integra patrimonios. La necesidad del apalancamiento, que es el elemento relevante de este tipo de transacciones, parece descansar en la imposibilidad con la que la parte compradora se puede encontrar al no disponer de los suficientes fondos propios, como se expone en epígrafes posteriores. Con la excepción de los supuestos fraudulentos o predatorios a los que nos referíamos con la posible eliminación del competidor, la valoración económica a realizar, en último término, por el

²⁷ Se entiende como integración vertical aquella actuación de estrategia empresarial consistente en que un solo ente económico abarque un mayor número de etapas de la cadena de valor en la que se integre su producción de bienes o servicios. El planteamiento fue desarrollado por PORTER, M. E., *Competitive Advantage. Creating and Sustaining Superior Performance*, New York, The Free Press, 1985, pp. 50-51.

comprador, es si el incremento del riesgo financiero²⁸ puede ser compensado por la mejora que se puede obtener y, finalmente, si los consiguientes ingresos financieros futuros podrán hacer frente a los sucesivos vencimientos de la deuda²⁹.

C) *El ente financiador*

En el segundo negocio que forma parte de la transacción objeto de estudio, el negocio de endeudamiento o financiación, participa tanto el comprador, como un tercero que hace las veces de prestamista. La entrega de líquido al comprador viene unida a una serie de cautelas que tienen su fundamento en el posible impago derivado de la incorrecta perspectiva o prognosis de futuro –valoración de la *target*– que hubiese realizado la parte compradora. Dichas cautelas pueden ser de muy diversa índole, pero tienen como elemento común el establecimiento de ciertas garantías para el aseguramiento de la satisfacción del crédito en el futuro. De esta manera, cabe pensar, en primer término, en el establecimiento de garantías reales, bien sobre bienes de la sociedad adquirente –si los hay-, bien sobre activos externos. La posibilidad de establecerla sobre algún elemento de la *target* se encuentra imposibilitada en las legislaciones europeas por constituir, como habrá oportunidad de exponer

²⁸ En el clásico trabajo de MODIGLIANI, F./ MILLER, M. H., “The cost of capital, corporation finance and the theory of investment”, *Am. Econ. Rev.*, vol. 48, núm. 3, 1958, pp. 261-297, los autores sostenían que, en ausencia de costes de transacción, resultaba indiferente la proveniencia de los recursos integrados en la estructura financiera de la compañía. Dado que el supuesto no se da en la realidad, bien puede advertirse que el riesgo financiero se verá incrementado cuanto mayor sea el nivel de endeudamiento.

²⁹ Puede verse un modelo de valoración de operaciones apalancadas en HILLIER, D. et al., *Corporate Finance*, New York, McGraw-Hill, 2010, pp. A27-A31.

a lo largo del presente trabajo, un supuesto evidente de vulneración de la prohibición de asistencia financiera³⁰.

Diferente es el caso en que se estipule la realización de la fusión entre la sociedad adquirente y la *target* con posterioridad a la compraventa que se llevara a cabo mediante los fondos prestados. En este caso, nos encontramos dentro del ámbito del *merger leveraged buy-out* que, como se verá, reviste unas particularidades jurídicas que son el objeto del presente trabajo y cuya perspectiva ha sido divergente según el momento en el tiempo de la historia jurídica reciente o el ordenamiento que se analice. De una y otra consideración se dará cuenta a lo largo de los Capítulos II y III. Lo cierto es, en todo caso, que para el tercero financiador, la opción de la exigencia de la modificación estructural parece la más atractiva. Ello es así, en primer lugar, porque, en la actualidad, las limitaciones legales no afectan directamente a la fusión, sino que, según el ordenamiento, existe una mayor o menor cautela que puede dar lugar a una restricción que opera con carácter *ex ante*. En segundo lugar, porque la afectación de la totalidad del patrimonio puede operar *unum actu* como consecuencia de la integración de patrimonios, lo que no ocurre cuando meramente se constituyen garantías reales sobre determinados bienes. En todo caso, cabría argumentar de contrario la existencia de otros acreedores con los que se concurra en condiciones de igualdad, lo que no ocurre con garantías de carácter hipotecario o pignoraticio, donde opera la regla *prior tempore potior iure*.

Cabe finalmente plantear la inclusión de otro tipo de cláusulas o también llamados *covenants* en los contratos de financiación que puedan consistir,

³⁰ Piénsese, en todo caso, que de producirse dicha situación, la mera inclusión de una cláusula que someta a condición el establecimiento de la indicada garantía hipotecaria o pignoraticia imposibilitará, en principio, en Derecho español, el pago de la cuantía dineraria por parte del tercero financiador, puesto que, de conformidad con el inciso primero del art. 1116 CC, “*las condiciones [...] prohibidas por la ley anularán la obligación que de ellas dependa*”.

fundamentalmente, en la aceptación de una autorrestricción por parte de la compañía que contraiga el crédito o de la resultante, si también se exigiera la fusión a no distribuir dividendos o realizar cualesquiera otras salidas de líquido más allá de un determinado límite³¹. Dicho umbral establecido contractualmente tendría la finalidad de garantizar un mínimo dinerario en la sociedad que permitiese el repago de la deuda contraída, al menos, con el tercero financiador. Hasta cierto punto, podría entenderse que la norma que contiene la prohibición de asistencia financiera, al impedir la configuración de garantías reales en el sentido antes aludido e indirectamente plantear – siempre que se entienda lícito, claro está– la necesidad de llevar a cabo una fusión posterior, unida a un *covenant* del estilo referido, permite una tutela indirecta de los posibles afectados por la operación. En este sentido, el argumento según el cual la protección contractual del crédito tutela también a aquellos acreedores sin capacidad de negociación³² frente al deudor³³ sólo parece ser válido si no existe la posibilidad de establecimiento de garantías reales, como ocurre aquí, puesto que, en otro caso, resulta invalidado por razones obvias. Si se limitan las salidas de líquido con miras a evitar el impago del tercero financiador, indirectamente se mantiene un patrimonio que permitirá la satisfacción del crédito del resto de acreedores.

³¹ Véase sobre los diferentes tipos de *covenants* y, en particular, en relación con los aquí aludidos, LEHN, K./ POULSEN, A., “Contractual Resolution of Bondholder-Stockholder Conflicts in Leveraged Buyouts”, *J. L. & Econ.*, nú. 34, 1991, pp. 645-673, particularmente, pp. 658-659.

³² La terminología la tomamos de la diferenciación entre “*adjusting*” y “*nonadjusting creditors*” que realizan BEBCHUK, L. A./ FRIED, J. M., “The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy”, *Yale L. J.*, núm. 105, 1995-1996, pp. 857-934, pp. 881-882.

³³ Planteamiento sostenido por ENRIQUES, L./ MACEY, J., “Creditors versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules”, *Cornell L. Rev.*, núm. 86, 2000-2001, pp. 1165-1204, p. 1172.

Cabe considerar, por otro lado, las características de estos terceros financiadores, que, como se ha dicho, no necesariamente serán unívocos, sino que podrán constituir una pluralidad³⁴. Sin entrar en la configuración prototípica de la estructura de procedencia del líquido destinado a la adquisición, sobre lo que se pormenorizará más adelante, cabe poner de relieve, en cualquier caso, la divergencia entre tipos de fondos ajenos utilizados habitualmente en la transacción. Ha de llamarse la atención, no ya tanto sobre la fisionomía de la deuda, sino sobre la identidad del prestamista, que puede ser de muy diversa índole, lo que dependerá de diversos elementos, como el tamaño de la compañía objeto de adquisición o el mercado en el que sustancie la operación. En concreto, parece oportuno diferenciar entre acreedores bancarios y obligacionistas u otros prestamistas de los mercados de renta fija. En este sentido, la financiación de corte bancaria –en general, de todas las entidades de crédito-, con excepción de los préstamos sindicados, parece ser de mayor utilización si la *target* es de dimensiones relativamente reducidas, mientras que en otro caso, se recurrirá al mercado de capitales para la obtención del líquido necesario.

1.2. El endeudamiento y el traslado del coste a la sociedad adquirida

Abundando en lo anterior, es una realidad que la fuerte utilización de recursos ajenos en la adquisición de la sociedad es un elemento característico de la operación en términos económicos, hasta el punto de que no se entiende la transacción si no es como resultado del coligamiento de ambos contratos. En todo caso, la actuación en tal sentido por parte del comprador lo que pretende es una suerte de inversión que espera repagar con cargo a la

³⁴ Véase a tal efecto la enumeración jerarquizada de fuentes de financiación ajena que lleva a cabo ERLAIZ COTELO, I., “Las operaciones...”, cit., pp. 532 y ss.

generación de flujos de caja de la sociedad adquirida, lo que será posible, precisamente, porque el adquirente entiende que la gestión que él haga de la misma lo permitirá. En este sentido, el coste del endeudamiento o, lo que es lo mismo, el riesgo financiero inherente, bien al grupo, bien, de manera mucho más evidente, a la sociedad resultante de la fusión en caso de que ésta tenga lugar con posterioridad a la compraventa, se extiende a la *target*. Hablamos de “*extensión*” porque, propiamente, el riesgo de impago afecta igualmente a la sociedad adquirente, puesto que, en el caso de grupo, ella es la obligada principal (y sólo indirectamente quedaría afectada la filial), y, en el supuesto de fusión, los patrimonios de compradora y objetivo quedan integrados en la compañía resultante. Sin embargo, el hecho de que la sociedad adquirente generalmente sea una *newco* con exiguo o nulo patrimonio más allá de las acciones o participaciones que ostente de la *target* permite hablar, al menos en términos económicos, de un verdadero traslado del coste de la deuda a la segunda de ellas³⁵.

Cabe, con todo, plantearse, si esta situación se produce en todo caso. La utilización de una *newco* generalmente, como se decía, por parte de un fondo de capital-riesgo para llevar a cabo la operación de *leveraged buy-out* no constituye la única fórmula y nada impide que la adquirente sea una sociedad con un patrimonio y actividad empresarial consolidadas que opte por llevar a cabo la compraventa de la sociedad objetivo y, en su caso, posteriormente se fusione con ella. En tal caso, el traslado del coste de la deuda tan sólo es parcial, en la medida en que, si terminan fusionándose ambas compañías, los patrimonios de las sociedades extinguidas responderán por igual al formar

³⁵ Se trata de un supuesto en el que, a los efectos de determinadas reglas de gobierno corporativo en sede de grupos, configuraba EISENBERG, M. A., “Megasubsidiaries: The Effect of Corporate Structure on Corporate Control”, *Harv. L. Rev.*, núm. 84, 1970-1971, pp. 1577-1619, concretamente en las pp. 1589 y ss. Se plantea, en tal sentido, el caso en el que la filial ostente la práctica integridad de los bienes obrantes en el grupo.

parte ahora del único de la resultante. Si, por el contrario, tan sólo se diera la situación de grupo, la afectación de la *target* sería muy relativa, dado que el acreedor se dirigiría, en primer término, contra la matriz³⁶. Pero es que, incluso, puede pensarse en supuestos en los que la sociedad adquirente pudiera generar por sí sola los recursos suficientes para hacer frente a los vencimientos de la deuda contraída y que el recurso al crédito tan sólo se hubiese producido por falta de liquidez transitoria o de una cantidad tal como la exigida por el tamaño o valor de la *target*³⁷.

2. Tipología

Como ha habido ocasión de exponer, el *leveraged buy-out* se manifiesta de forma diferente, siendo los elementos comunes la adquisición de sociedad y el apalancamiento. Sin detenerse en la consideración de las compraventas de activos a las que se ha hecho mención con anterioridad, cabe distinguir entre diferentes fórmulas³⁸ en las que las especialidades pueden venir tanto como consecuencia de la propia estructura de la transacción, que incorpore un tercer negocio además de la compraventa y del contrato de financiación, como de determinados sujetos involucrados. En tal sentido, cabe considerar, entre los primeros, los supuestos habituales de fusión posterior, que reciben la denominación de *merger leveraged buy-out*, así como de las posibles subespecies que se puedan apreciar y que tienen como eje la forma en que la

³⁶ Se plantea, en tal sentido, si puede tener lugar una transmisión de los activos de la sociedad objetivo a la adquirente para que sean éstos los que respondan de la deuda contraída para llevar a cabo la consabida compraventa. En tal sentido describe la posibilidad BECKER, R., “Gesellschaftsrechtliche Probleme der Finanzierung von Leveraged-Buy-Outs”, *DSiR*, núm. 37, 1998, pp. 1429-1434, particularmente, p. 1430.

³⁷ Véase MONTALENTI, P., *Il Leveraged Buyout*, Milano, Giuffrè, 1991, p. 18.

³⁸ Una relación de posibilidades en las que una operación apalancada de las consideradas puede manifestarse puede verse en DEL CASTILLO IONOV, R., “La Operativa y las Estrategias...”, cit., pp. 163-169.

modificación estructural se produzca, bien por creación de nueva sociedad, bien por absorción. A su vez, en este último caso, se distinguirá según la condición del absorbente, si es la propia compradora o, por el contrario, la sociedad que hubiese sido enajenada. En cuanto a los sujetos económicos, las especialidades se pueden apreciar en los casos en los que, bien son los administradores los que llevan a cabo la compraventa, bien tiene lugar a través de la toma de control por parte de los trabajadores. En uno y otro caso se plantean especialidades en términos económicos y jurídicos.

2.1. Como mera adquisición

El *leveraged buy-out* en sentido estricto no plantea dificultades de admisibilidad jurídica³⁹, como se irá viendo a lo largo del presente trabajo, más allá de los supuestos fraudulentos en los que alguno de los elementos que lo caractericen se presente de algún modo distorsionado. Ocurre cuando el repago de la deuda contraída para la adquisición de la sociedad objetivo tiene lugar a cargo de salidas de líquido de la dependiente. Se puede plantear que, en este caso, se produce asistencia financiera prohibida y, en último término puede dar lugar a una grave afectación patrimonial de la *target*, lo que depende de supuestos. De esta manera, cabe diferenciar entre dividendos, que podrán ser abusivos o no, y préstamos concedidos a la matriz. Con todo, la mayor o menor restricción en la validez de los diversos escenarios es divergente según los ordenamientos. En todo caso, parece que una despatrimonialización de la sociedad adquirida es una fórmula que expropia a los minoritarios y, en tal sentido, no puede ser aceptada. En el resto de

³⁹ Véase en términos amplios el trabajo de VIVES RUIZ, F., *La validez de los LBO en el Derecho español*, tesis doctoral inédita leída en la Universidad Pontificia de Comillas, 2009, especialmente, con relación a la problemática de la asistencia financiera, pp. 203 y ss.

supuestos, en realidad nos encontramos ante un mero endeudamiento de una sociedad que lleva a cabo una serie de actividades empresariales, dentro de las cuales se encuentra la adquisición de otra compañía.

2.2. Con fusión posterior: Merger Leveraged Buy-Out

Parece, sin embargo, que tanto a efectos obligacionales, como con vistas a las consecuencias de corte tributario, la práctica ha preferido, como se constata, la inclusión de una fusión con posterioridad a la compraventa. Ésta tiene lugar, así, entre la compradora y la sociedad *target*, lo que da lugar a una única persona jurídica que es obligada principal de la totalidad de la deuda de la sociedad. Las posibles dudas de admisibilidad jurídica de la utilización de determinado líquido para el pago de los vencimientos de la deuda dejan de ser relevantes, pasando a constituir el núcleo de la cuestión el posible efecto que produce la modificación estructural. Por otra parte, en el plano tributario, el endeudamiento permite la deducibilidad de los gastos financieros de la base imponible del tributo, así como, según los casos, la aplicación de los regímenes especiales propios de este tipo de operaciones, lo que da lugar a ahorros fiscales relevantes. Existe, en cierto modo, un doble incentivo a culminar la operación con una fusión, con la salvedad, evidentemente, de los posibles costes que genere la misma según las cautelas o la disciplina establecida legalmente.

La fusión puede tener lugar por creación de nueva sociedad, lo que supone la extinción de la personalidad jurídica de ambas compañías intervinientes o, por el contrario, mediante la absorción, bien por parte de la adquirente (*forward merger leveraged buy-out*), bien por parte de la *target* (*reverse*

merger leveraged buy-out), lo que da lugar a situaciones dispares⁴⁰. Las motivaciones económicas pueden tener diferente fundamento y basarse, bien en razones de pura legalidad, bien de oportunidad empresarial. Por lo que se refiere a las primeras, se ha planteado en alguna ocasión la posibilidad de que el resultado en cada caso fuera diverso, por cuanto la personalidad jurídica de quien sería obligado de la deuda no sería la misma. Sólo si fuera estrictamente la *target* la que contara tras la fusión con la deuda utilizada para su adquisición en su pasivo serían aplicables, según este planteamiento, las reglas sobre prohibición de asistencia financiera. En todo caso, el efecto económico es el mismo, puesto que se trata de un solo patrimonio y obligación pecuniaria que se integran en el balance de una compañía que es el resultado de la modificación estructural.

Parece, así, que las razones que priman, en todo caso, son las de oportunidad empresarial, que esencialmente se basan en la posición que una determinada compañía pueda tener en el mercado. Más allá de los costes puramente administrativos que pueda generar la recolocación del nombre comercial⁴¹ en la sociedad que actúe en el segmento del mercado en el que se tenga poder de marca, se plantean las posibles situaciones de falta de relación por parte del cliente entre la marca y, en general, un determinado bien o servicio y la propia sociedad. Este segundo tipo de coste parece mucho más relevante, en la medida en que puede minorar la posible generación de flujos de caja, con las consecuencias nocivas que ello pudiera acarrear para todos los sujetos de alguna manera involucrados.

⁴⁰ Plantea la distinción dentro de las fases de un procedimiento en el cual tendría lugar la operación apalancada, ERLAIZ COTELO, I., “Las operaciones...”, cit., pp. 542-545.

⁴¹ Piénsese fundamentalmente en el caso de una *target* con cierto poder de marca que es adquirida por una *newco* con un patrimonio exiguo y la fusión no tiene lugar mediante *reverse merger leveraged buy-out*.

Cabe pensar, finalmente, en fusiones en las que intervengan más de dos sociedades. En tal sentido, la configuración, que obedecerá a motivaciones de muy diversa índole podrá tener lugar, bien como adquisición de consuno entre dos adquirentes, bien como compraventa de dos compañías por parte de una sola o bien como fusión de una tercera sociedad que no intervenga en la propia compraventa apalancada. En el primer caso, aparte de las razones de pura estrategia empresarial que lo aconsejen, la situación puede venir dada por el elevado tamaño de la *target*. El tercer caso puede ser una modalidad de ésta, en la medida en que lo que se pretende lograr es una mayor masa patrimonial que garantice en último término el repago de la deuda contraída. Asimismo, corolario de lo anterior es la búsqueda de una reducción de los gastos financieros asociados al crédito concedido, que se producirá como consecuencia de la percepción de menor riesgo de impago por parte del tercero financiador. En último término, si se produce una doble adquisición, esto es, una compraventa de dos compañías al mismo tiempo, con una fusión que integre a las tres sociedades –compradora y las dos *targets*-, la motivación de la adquirente es la misma que en el caso de un *merger leveraged buy-out* con una sola sociedad objetivo, sólo que en sentido doble.

2.3. Con los administradores como adquirentes: *Management Buy-Out*, *Management Buy-In* y *Buy-In Management Buy-Out*

En ocasiones, la adquisición apalancada no se produce por una sociedad previamente existente o por una *newco* constituida por un fondo de capital-riesgo, sino que, muy al contrario, la compraventa tiene lugar a manos de los administradores de la propia compañía objetivo, que llevan a cabo la

operación mediante el oportuno endeudamiento⁴². Puede ocurrir que ésta tenga lugar directamente, esto es, que los administradores sean titulares directos de las acciones o participaciones en que se encuentra dividido el capital social de la *target*⁴³. Mucho más probable, sin embargo, parece la interposición de una sociedad, *newco* creada por el propio *management*, que sea el sujeto de ambas relaciones jurídicas, tanto del endeudamiento, como de la adquisición⁴⁴. La otra situación supondría la incursión en la misma problemática ya advertida en relación con el empresario individual, para el que sería mucho más arriesgado, al responder ilimitadamente frente al tercero financiador. En todo caso, existen supuestos en los que se lleven a cabo operaciones en las que intervenga tanto un fondo de capital-riesgo, como los

⁴² Como se ha señalado, este tipo de transacciones tiene lugar en multitud de ocasiones en el momento de cambio generacional en sociedades gestionadas por los miembros de una familia. Véase HÖLTERS, W., “Mergers & Acquisitions”, en HÖLTERS, W./ LUCKS, K., *Handbuch Unternehmenskauf*, 7. Auflage, Köln, Otto Schmidt, 2010, pp. 1-70, concretamente, p. 35.

⁴³ Posibilidad que trae a colación BEISEL, W., “Management Buy-Out”, en BEISEL, W./ KLUMPP, H-H., *Der Unternehmenskauf. Gesamtdarstellung der zivil- und steuerrechtlichen Vorgänge*, 6. Auflage, München, C. H. Beck, 2009, pp. 289-297, particularmente, pp. 289-290.

⁴⁴ La adquisición puede tener también lugar como consecuencia de un intento de toma de control (OPA hostil), como ha puesto de manifiesto EMBID IRUJO, J. M., “Medidas de defensa de una sociedad mercantil frente a una acción exterior de obtención de su control. Las cláusulas anti-opa”, *RDBB*, núm. 39, 1990, pp. 535-545, en particular, pp. 542-543; igualmente, con carácter monográfico, ESTEVAN DE QUESADA, C., *Tomas de Control y Medidas Defensivas. La Compra de Acciones Propias como Defensa*, Cizur Menor, Aranzadi, 2002. A tal efecto, cabe traer a colación la clásica discusión sobre la mayor eficiencia de la absoluta pasividad frente a la OPA (EASTERBROOK, F. H./ FISCHER, D. R., “The proper role of a target’s management in responding to a tender offer”, *Harv. L. Rev.*, núm. 94, 1980-1981, pp. 1161-1204) o de la actividad por parte del órgano de administración en orden a buscar un mejor precio de las acciones (BEBCHUK, L. A., “The case for facilitating competing tender offers”, *Harv. L. Rev.*, núm. 95, 1981-1982, pp. 1028-1056; GILSON, R. J., “Seeking Competitive Bids Versus Pure Passivity in Tender Offer Defense”, *Stan. L. Rev.*, núm. 35, 1982-1983, pp. 51-67). Véase entre nosotros, con ocasión de la Directiva, FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “Alcance y significado de la passivity rule tras la aprobación de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición”, *RdS*, núm. 25, 2005, pp. 305-315. Se entiende, en este sentido, que el propio *Management* podría decidir llevar a cabo una oferta competitiva.

administradores, siendo el primero y los segundos socios de la *newco* que, finalmente, lleve a cabo la adquisición apalancada. Todos estos supuestos reciben el nombre de *Management Buy-Outs* (MBO)⁴⁵, pudiendo concluir la opción con una fusión, pero no debiendo ser necesariamente el caso. Si se diera la situación, las consideraciones oportunas son las mismas que las genéricas realizadas para los *merger leveraged buy-out*.

Existen diversas subespecialidades de operaciones apalancadas en las que intervengan los administradores que, según los casos, se denominan *Managemeng Buy-In* (MBI) y *Buy-In Managemeng Buy-Out* (BIMBO)⁴⁶. En el primer caso, se trata de un *leveraged buy-out* en el que no son los administradores de la *target* los que, bien en solitario, bien conjuntamente con un fondo de capital-riesgo, se hacen con el control de la sociedad objetivo. Se trata, por el contrario, de un grupo directivo externo a la propia compañía que es integrado como propietario en la *newco* y ésta, a su vez, realiza la compraventa para tomar el control sobre la *target*. Por su parte, en el *Buy-In Management Buy-Out* son administradores de la propia sociedad objetivo y externos a la misma los que deciden realizar la indicada compraventa apalancada, todo ello sin perjuicio, claro está, de que, bien un fondo de capital-riesgo, bien un *hedge fund* u otro inversor institucional pueda tener

⁴⁵ Véase monográficamente, por muchos, EBKE, W., “Management Buy-Outs”, *ZHR*, núm. 155, 1991, pp. 132-162, quien da cuenta de la actividad de este tipo de transacciones en los Estados Unidos, donde tienen lugar con mayor profusión (pp. 141-142). Téngase en cuenta, entre nosotros, en términos generales, MULLERAT BALMAÑA, R. M., “Management and Leveraged Buy-Outs (adquisición de sociedades por sus propios directivos) aspectos jurídicos”, *RJC*, vol. 90, núm. 2, 1991, 337-358, especialmente, pp. 338-339.

⁴⁶ Véase las explicaciones de PICOT, G., “Vertragliche Gestaltung besonderer Erscheinungsformen der Mergers & Acquisitions”, en PICOT, G. (Hrsg.), *Handbuch Mergers & Acquisitions. Planung, Durchführung, Integration*, 5. Auflage, Stuttgart, Schäffer Poeschel, 2012, pp. 368-483, en concreto, pp. 429-432. ERLAIZ COTELO, I., “Las adquisiciones especiales por su objeto”, en ÁLVAREZ ARJONA, J. M./ CARRASCO PERERA, Á. (Dirs.), *Fusiones y adquisiciones de empresas*, Cizur Menor, Aranzadi, 2004, pp. 337-415, en concreto, pp. 352 y ss.

una participación, siquiera con vocación transitoria, en la *newco* o sociedad vehicular.

Son varias las cuestiones económicas y jurídicas que suscitan los *Management Buy-Outs* y las figuras similares. De entre las primeras, existen elementos que hacen en ocasiones más deseables las operaciones apalancadas lideradas por los directivos de las compañías. Así, en primer lugar, existe un incentivo a preservar la reputación del administrador en el mercado, lo que no necesariamente ocurre en los casos en los que la *newco* se encuentra meramente participada por el fondo de capital-riesgo. Si el administrador gestiona una compañía adquirida con apalancamiento y, finalmente, la conduce a una situación de insolvencia, parece que, no existiendo socios contrarios que pudieran limitar su actuación, el resultado perceptible por el mercado es la incompetencia para la dirección empresarial. En relación con ello, a su vez, puede tenerse en cuenta, en segundo lugar, la posible eliminación de costes de agencia⁴⁷. En la medida en que los administradores también son socios indirectos de la *target*, al tener una participación en la *newco*, no existen posibles conflictos de interés que den lugar a comportamientos oportunistas. La compraventa apalancada por el propio órgano de administración permite involucrar en mayor medida al mismo en el interés por el adecuado rumbo futuro de la compañía.

En cuanto a los aspectos puramente jurídicos, la legislación de la Unión Europea en materia de prohibición de asistencia financiera ha contenido, entre las excepciones a la regla de la interdicción, la adquisición por parte de los trabajadores de acciones o participaciones de la sociedad que les empleara. Lo cierto es que el fundamento económico último de tal planteamiento

⁴⁷ Véase EASTERBROOK, F. H./ FISCHER, D. R., “Corporate Control...”, cit., pp. 705 y ss.

legislativo tiene que ver con la voluntad de alineamiento de incentivos entre los empleados y la compañía⁴⁸. En cierto sentido, lo que cabe determinar en cada caso es, en términos de Derecho, si los administradores que adquieren la sociedad tienen una relación laboral con la misma o si, por el contrario, su vinculación es de carácter puramente orgánico⁴⁹. En este segundo caso, *a sensu contrario*, la regla será la contraria. Con todo, parece que la distinción entre un supuesto y otro no tiene diferencias de carácter funcional, lo que, en clave de política legislativa, podría dar lugar, al menos en el caso de las operaciones apalancadas –no así, necesariamente, en el resto de los supuestos de concesión de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias–, a una mayor permisividad. La situación en la actualidad es más flexible en la mayoría de los ordenamientos occidentales, lo que, indirectamente, no hace necesaria una consideración como la recién expuesta en términos de *lege ferenda*.

2.4. Con los trabajadores como parte compradora: Employee Buy-Out

El *Employee Buy-Out* o *leveraged Employee Buy-Out* es una operación apalancada como las descritas de forma general que tiene como especialidad la participación de los trabajadores en la toma de control de la compañía objetivo, que al tiempo es la que los emplea⁵⁰. Al igual que en el caso de los

⁴⁸ Así, mal que en términos más generales, SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “*Stock options*, asistencia financiera de la sociedad y otras paradojas (el revés de la trama)”, en SÁNCHEZ CALERO, F./ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W. (Dirs.), *La retribución de los administradores en las sociedades cotizadas. Estudio especial de las opciones sobre acciones y otros derechos referidos a cotizaciones*, Madrid, Colex, 2003, pp. 91-127, en particular, pp. 94-96.

⁴⁹ Téngase en cuenta, sobre el particular, la aportación de MARÍN DE LA BÁRCENA GARCIMARTÍN, F., “Retribución, asistencia financiera y doctrina del vínculo (STS 1ª de 20 de julio de 2010, [RJ 2010, 6563]”, *RdS*, núm. 37, 2011, pp. 367-378, concretamente, pp. 374-375.

⁵⁰ Véase FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Asistencia financiera a los trabajadores para la adquisición de acciones propias (art. 81.2 LSA)”, *RDBB*, núm. 47, 1992, pp. 811-848.

administradores, ésta puede realizarse meramente a través de la adquisición de acciones de la sociedad directamente por los trabajadores, bien a través de una sociedad vehicular que se convierta en matriz de la *target*, siendo posible, en este último caso, que en la sociedad adquirente también tenga una participación un fondo de capital-riesgo. En todo caso, parece oportuno advertir que en este tipo de operaciones en las que intervienen los trabajadores, lo que ocurre, en multitud de ocasiones⁵¹, es un mero paso de la titularidad de las acciones o participaciones en que esté dividido el capital a manos de los empleados.

El fundamento económico y jurídico es el mismo que con anterioridad. De un lado, la excepción existente en las legislaciones europeas en materia de prohibición de asistencia financiera posibilita la financiación de este tipo de compraventas. De otro, la alineación de intereses entre trabajadores y sociedad permite la eliminación de cualquier conducta de carácter oportunista.

III. LA ESTRUCTURA FINANCIERA

Realizada la radiografía básica de los *leveraged buy-outs* –con inclusión de los diversos tipos usualmente observables en el mercado– y delimitados sus elementos característicos, cabe detenerse siquiera brevemente en las fórmulas de endeudamiento posibles, intentando caracterizar la más habitual, con el fin de poder analizar los determinantes del riesgo financiero. La

⁵¹ Véase, a título puramente ejemplificativo, nuestro comentario a la SAP de Asturias 189/2012, de 7 de mayo de 2012, GIMENO RIBES, M., “Préstamo concertado por Sociedad Anónima con el acuerdo de trabajadores demandados sobre dicho préstamo para adquisición de acciones de la sociedad. Concurso. (Comentario a la Sentencia de la Audiencia Provincial de Asturias, de 7 de mayo de 2012 -núm. 189-)”, en EMBID IRUJO, J. M. (Dir.)/HERNANDO CEBRIÁ, L./ GIMENO RIBES, M. (Coords.), *Archivo Commenda de jurisprudencia societaria (2011-2012)*, Granada, Comares, 2014, pp. 85-88.

financiación de las operaciones apalancadas responde a determinadas particularidades que tienen que ver con la aportación de diversos tipos de fondos para la consecución del objetivo principal de adquisición. Si la transacción tiene lugar mediante la utilización de una sociedad vehicular, es el pasivo de la compañía el que contiene la estructura financiera exacta de que va a hacerse uso para llevar a cabo la compraventa de la sociedad objetivo. De esta manera, además del líquido necesario para realizar los pagos oportunos a los socios de la *target*, las disponibilidades de fondos de la *newco* son prácticamente inexistentes. En términos generales, la estructura suele incorporar, en primer lugar, una parte de capital o fondo propio, aportada por los socios de la *newco*, con independencia de que éstos sean los administradores o un fondo de capital-riesgo. Diferente es en todo caso el supuesto de *leveraged Employee Buy-Out*, en el que no suele ser habitual la creación de una nueva sociedad con el fin de que sirva de mero vehículo de la compraventa apalancada. En segundo lugar, se utiliza una determinada cantidad de deuda garantizada o *senior debt* emitida por entidades de crédito. Finalmente, la financiación viene complementada por una parte del endeudamiento que tiene carácter subordinado o muy arriesgado⁵².

1. El capital

La parte de fondo propio utilizada en la adquisición la aportan, como se decía, generalmente los propios socios de la adquirente. En todo caso, para el supuesto de que ésta no esté participada por un fondo de capital-riesgo ni sea de nueva creación, sino que se trate de una compañía consolidada que por

⁵² La distinción entre recursos ajenos de carácter ordinario o asegurado y deuda subordinada o muy arriesgada puede verse en MASCAREÑAS PÉREZ-ÍÑIGO, J., “La compra con apalancamiento...”, cit., pp. 925 y ss., así como, en relación con los llamados *junk bonds*, pp. 938 y ss.

razones de estrategia empresarial haya decidido llevar a cabo la operación con el fin último de integrar los patrimonios y generar las oportunas sinergias, será la propia adquirente la que lo aporte de su líquido.

Con carácter general, el porcentaje que supone el fondo propio en la operación suele oscilar, encontrándose próximo al 20% del total del precio de la sociedad cuyo control se pretende adquirir. En todo caso, éste puede variar, en buena medida, dependiendo del resto de la estructura financiera⁵³. La existencia de una cantidad muy importante de deuda y menores garantías de solvencia puede llevar a la entidad de crédito que concede la deuda *senior* a exigir mayores niveles de capitalización para la efectiva entrega de la cantidad pecuniaria. Puede acontecer, incluso, que se establezcan cautelas en forma de cláusulas en el contrato de financiación que exijan una recapitalización –esto es, una suerte de incorporación de mayores recursos dinerarios– para determinadas eventualidades, a riesgo de que el indicado negocio jurídico sea resuelto.

Nada impide, pese a todo, que el apalancamiento utilizado en la operación fuese de una magnitud mucho mayor, siendo el único escollo a superar el incremento del riesgo financiero apreciable y la consiguiente elevación de los tipos de interés y demás gastos financieros exigidos por el mercado para ambos tipos de deuda. Presuponiendo una subordinación de las cantidades del segundo tipo –deuda *junior*–, el coste de la deuda garantizada no se vería excesivamente incrementado, pero las exigencias de aquella sí que serían

⁵³ Ha existido cierta tendencia, en los últimos tiempos, a una reducción considerable del nivel de endeudamiento de las operaciones apalancadas desde el incremento producido en la década de 1980. A tal efecto, en el reciente LBO llevado a cabo por los fondos de capital-riesgo Berkshire y 3G sobre Heinz, la deuda tan sólo representó el 40% del montante a abonar (<http://dealbook.nytimes.com/2013/02/14/berkshire-and-3g-capital-to-buy-heinz-for-23-billion/>). Sin llegar a tal extremo, lo cierto es que el nivel de deuda en este tipo de transacciones se ha visto reducido considerablemente.

exorbitantes. Dada la situación, que se basa en una mera prospectiva de generación de flujos de caja suficientes en el futuro como para poder hacer frente a todas las obligaciones pecuniarias, se hace imperiosa la utilización de un cierto grado de fondos propios para la financiación de la compraventa.

2. La deuda garantizada o *senior debt*

El segundo bloque de la estructura financiera lo constituye la deuda garantizada o *senior debt*, que supone, por lo general, la mitad de la parte restante del total de la financiación. De esta manera, si el capital o fondos propios abarcan cerca de un 20%, ésta supondrá un 40% de la totalidad de la financiación y la mitad de los fondos ajenos. La relación de porcentajes entre *senior debt* y *junior debt*, pese a todo, puede diferir, lo que se encontrará en íntima relación con el adecuado equilibrio financiero que se pretenda establecer y, particularmente, con aquél que se configure entre los diferentes financiadores y la contraparte. La cuestión es establecer un precio adecuado que suponga una contraprestación atractiva para los socios y, al tiempo, reducir los gastos financieros asociados a la concesión de la financiación.

El hecho de que se encuentre garantizada puede responder a dos razones diferentes. En primer lugar, puede ocurrir que se establezcan colaterales, en forma de garantía real⁵⁴, que, como es sabido, si se trata de bienes de la sociedad adquirida, supone una vulneración de la prohibición de asistencia financiera en las legislaciones europeas, lo que impide, al menos en tales

⁵⁴ Sobre el particular, WEINHEIMER, S., “Private Equity”, cit., p. 1178, donde se hace alusión a las complicaciones que pueden concurrir a la hora de configurar una estructura que permita establecer los activos de la sociedad objetivo como elemento que garantice la deuda contraída. En tal sentido, como habrá oportunidad de analizar en el Capítulo III, las sociedades de responsabilidad limitada no se ven afectadas por la prohibición, por lo que resulta posible establecer las correspondientes garantías reales sobre determinados bienes de la compañía.

latitudes, la utilización de esa vía. La segunda consiste en el establecimiento de cierta subordinación del resto de la financiación de la que se haga uso. De esta manera, en caso de producirse el concurso, existe una prelación en el crédito respecto del resto de la deuda contraída con ocasión de la compraventa, no así, por el contrario, con respecto a las deudas a las que viniese obligada, con anterioridad, la sociedad objetivo.

La deuda *senior* es tendencialmente de carácter bancario, pudiendo existir, en todo caso, una pluralidad de prestamistas, organizados, por razones del volumen de la cuantía pecuniaria y de diversificación del riesgo, organizada o repartida a través de un sindicato bancario, en cuyo caso nos encontramos ante un préstamo sindicado.

3. La junior debt: *deuda mezzanine* y *junk bonds*

Finalmente, cabe aludir a la deuda *junior*, que constituye, como se ha sugerido, la mitad de la deuda total y un 40% de la financiación. Es una realidad, con todo, que la presencia de deuda subordinada –y en general el recurso a fondos ajenos– se ha ido reduciendo progresivamente en operaciones de este tipo, particularmente por la dificultad de repago que suponían los elevados intereses de algunas de estas fórmulas de financiación. Diversos elementos parecen encontrarse en la génesis de una tendencia hacia la reducción progresiva del porcentaje de deuda en las estructuras de adquisición de compañías con apalancamiento en general y de la deuda –dígase, con mayor riesgo– subordinada en especial. Por un lado, el incentivo económico a una suerte de autocontrol por parte de los equipos directivos que diseñan este tipo de transacciones parece evidente si se piensa en la caída en la reputación que posibles situaciones de impago de las obligaciones pecuniarias pueden acarrear. De otro, la tendencia legal y jurisprudencial de

muchos de los ordenamientos occidentales –incluso con abiertas diferencias en el tratamiento jurídico– parece impedir que determinadas operaciones puedan tener lugar⁵⁵.

Atendiendo a las concretas características de la deuda *junior*, en concreto, se suele diferenciar entre dos tipos de fórmulas de habitual utilización. El elemento diferenciador, en este sentido, puede venir dado tanto por el carácter subordinado, con efectos determinantes en relación con el pago y, de manera especial, en situaciones de crisis que den lugar al concurso, como por la procedencia de la financiación externa contraída. En el primer caso, nos encontramos ante deuda *mezzanine*⁵⁶, cuyo tratamiento pasa por el derecho al pago con posterioridad al resto de acreedores y que, en su caso, puede dar lugar a una configuración de carácter híbrido. En este último caso, puede tratarse de un instrumento de deuda que, dadas determinadas circunstancias pactadas contractualmente, pasen a configurarse como elementos de patrimonio, de manera que sus titulares dejen de ser acreedores de la compañía para convertirse en verdaderos socios de la misma⁵⁷.

En relación con la diversa procedencia, y sin perjuicio de que la *mezzanine* pueda constituir también una diferencia en relación con la deuda *senior* en este sentido, lo característico, en esencia, es el hecho de que el financiador no

⁵⁵ Así, como se expondrá en los capítulos siguientes, la regulación en unos casos se ha basado en la prohibición absoluta, en otros en una suerte de control *ex ante* y, en otros, en un control que opera con posterioridad. Si el sistema italiano ha partido de un análisis casuístico, el británico se basa en excepciones, mientras que en el caso norteamericano, el control tiene lugar en sede concursal.

⁵⁶ Véase sobre la misma HERRERO, D., “Financiación Mezzanine: situación actual y perspectivas”, *RECR*, núm. 4, 2011, pp. 3-24.

⁵⁷ Entre la bibliografía que ha tratado la materia de las obligaciones de tipo subordinado puede tenerse en cuenta, esencialmente, BROSETA PONT, M., “Régimen de los “préstamos participativos” (El art. 11 del Real Decreto-Ley 8/1983, de 30 de noviembre, de Reconversión y Reindustrialización)”, *RDBB*, núm. 14, 1984, pp. 247-292; GARCÍA VILLAVARDE, R., “Créditos participativos”, *RdS*, núm. 9, 1997, pp. 13-24; GÓMEZ-JORDANA MOYA, I., “Financiaciones subordinadas en Derecho español”, *RDBB*, núm. 42, 1991, pp. 386-419.

es una entidad de crédito, sino, por el contrario, un grupo de terceros que directamente suscriben una emisión de obligaciones en el mercado. El elevado riesgo que viene asociado a dichas fuentes de financiación tiene, a su vez, como corolario, una mayor exigencia de contraprestación en términos de intereses. Dichas características han dado lugar a la terminología anglosajona utilizada para su designación, que hace alusión tanto al coste –*high yield bonds*–, como a la probabilidad de impago –*junk bonds* o bonos basura–. En este sentido, es una realidad que los terceros que devienen prestamistas realizan una valoración de las posibilidades de liquidez externa futura en el oportuno mercado secundario, lo que hace exigir un interés más elevado en el primario. Consciente de ello, la *newco* introduce los oportunos elementos que incentivan la adquisición de los mismos y la consiguiente generación de fuentes de financiación para que la transacción que nos ocupa pueda tener lugar.

IV. LAS FUNCIONES DEL *LEVERAGED BUY-OUT*

Una vez delimitada la configuración habitual de las operaciones apalancadas y, en especial, aquéllas que culminan con una fusión, cabe preguntarse, sin perjuicio de las consideraciones ya realizadas a lo largo de los epígrafes anteriores, sobre las razones de índole económica y empresarial que pueden hacer surgir la voluntad de llevarlas a cabo. Analizarlas permite, a su vez, determinar sus posibles beneficios, lo que resulta de interés a los efectos de poder ser puestas en contraposición con sus posibles riesgos o costes. Una valoración de conjunto de ambas cuestiones en la operación sirve, en último término, para delimitar el diseño más adecuado de la regulación jurídica en la materia, estadio que puede ser alcanzado mediante el

correspondiente estudio comparado que se lleva a cabo en los capítulos siguientes.

A efectos expositivos, se opta por diferenciar entre los efectos que se esperan de las operaciones apalancadas según los sujetos económicos que intervienen en las mismas. En este sentido, cabe trazar una distinción entre aquellas adquisiciones en las que intervenga un fondo de capital-riesgo que, a su vez, haya constituido una sociedad de nueva creación de las que, por el contrario, el agente principal sea una compañía ya consolidada que compre la oportuna participación en la *target* para, con posterioridad, llevar a cabo la fusión. Si en el primer caso se pretende una mejor gestión de la sociedad que permita la generación de mayores beneficios, en el segundo, por el contrario, es el efecto sinérgico el que se persigue. Diversos son ambos supuestos, a su vez, de aquél en el que los socios de la *newco* sean los administradores, bien de la *target*, bien de carácter externo, dado que en este caso, el elemento fundamental será la reducción de costes de agencia garantizada por la alineación de intereses producida.

1. La reorganización empresarial

En los casos en los que la sociedad adquirente sea de nueva creación, constituida por un *private equity fund*, la razón de ser descansa, en esencia, en la reorganización empresarial que se puede lograr una vez desarrollada la adquisición y sustituidos los encargados de la administración de la compañía⁵⁸. Con todo, surgen dudas en relación con la función que pueden tener los diferentes negocios que integran la operación en su conjunto. Así,

⁵⁸ Véase ampliamente, sobre las ganancias derivadas de la indicada reorganización de la compañía, LOWENSTEIN, L., "Management Buyouts", *Colum. L. Rev.*, núm. 85, 1985, pp. 730-784, concretamente, pp. 754 y ss.

cabe plantearse la necesidad de incorporar en todo caso determinados elementos en las transacciones para cumplir con la función que se espera de la misma. Quepa llamar la atención, en primer lugar, sobre el endeudamiento, que eleva el riesgo de la operación para diversos sujetos económicos implicados.

La causa subyacente, como es evidente, viene dada por la posible falta de liquidez con la que se pueda encontrar la parte adquirente, que necesite de la misma para adquirir el control⁵⁹. Ahora bien, es una realidad que el efecto podría lograrse mediante una fusión entre la *newco* y la *target*. Sin embargo, es evidente que en una modificación estructural en la que una sociedad (*newco*) prácticamente no cuente con patrimonio, la posición del o de los socios en la resultante será minoritaria, lo que impide tener el control oportuno para realizar los cambios que se pretendan llevar a cabo. En este sentido, una posición de control en la sociedad cuya *performance* se considere a ojos del adquirente ineficiente resulta necesaria. Consecuentemente, la previa adquisición y el requerido endeudamiento se hacen imperiosos para el logro de los objetivos referidos⁶⁰. Al mismo tiempo, puede ocurrir que el antiguo socio mayoritario o el grupo que ejerciese el control en la *target* no consideren que se pueda producir un efecto de mejora mediante la reorganización que se pretende, por lo que se prefiera el pago del precio de su participación. Obteniendo en su caso la procedente plusvalía, aquéllos dejarían la suerte de la compañía en manos de la sociedad adquirente.

Por lo que se refiere a la necesidad de una fusión posterior, que genera unos costes añadidos derivados del procedimiento legal exigido de la

⁵⁹ En este sentido argumenta, entre nosotros, FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, M. 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*”, *RDM*, núm. 232, 1999, pp. 577-642, en concreto, p. 613.

⁶⁰ SEIBT, C. H., “Gläubigerschutz bei Änderung der Kapitalstruktur...”, cit., pp. 291-292.

modificación estructural, su razón de ser puede venir dada meramente con el efecto de garantía que el patrimonio de la *target* genera, bien por decisión de la propia sociedad adquirente⁶¹, bien por exigencia del tercero financiador plasmada en una de las cláusulas del negocio de endeudamiento.

2. La generación de sinergias

Diferente es el caso de las sociedades adquirentes que ya se encuentren completamente consolidadas. En tales casos, el elemento primordial que se persigue mediante la operación apalancada es de pura estrategia empresarial y tiene que ver con la generación de sinergias, al permitir la eliminación de departamentos, con el consiguiente ahorro de costes. En el mismo sentido, el mayor tamaño de la sociedad resultante reduce los costes fijos medios y permite aprovechar las economías de escala⁶². La consiguiente posibilidad de reducir los precios de los bienes y servicios permite incrementar la demanda de los mismos y, así, lograr una cuota de mercado superior a la resultante de la suma de aquéllas con las que previamente contarán ambas sociedades, y ello sin incurrir en estrechamientos de márgenes o venta a pérdida que pudieran revelarse ilícitos por contravención del Derecho *antitrust* y de la competencia desleal, respectivamente.

La posibilidad de llevar a cabo simplemente una fusión tiene una relevancia si cabe mayor en este supuesto que en el anteriormente

⁶¹ La decisión puede tener que ver, en buena medida, con el hecho de que la sociedad adquirente considere mucho más operativo poder disponer de los activos de la *target* al existir una unificación de patrimonios. A través del grupo, se entiende, deberá cumplir con determinados requisitos jurídicos. La dificultad de garantizar el repago de la deuda es mayor en tales supuestos, como pone de manifiesto WEBER, D., “GmbH-rechtliche Probleme des Management Buy-Out”, *ZHR*, núm. 155, 1991, pp. 120-131, concretamente, pp. 124-125.

⁶² FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, M. C., “La prohibición de asistencia financiera...”, cit., p. 613.

considerado, habida cuenta de que la dilución de la participación de la sociedad que podría adquirir a la *target* se antoja de menor envergadura. En todo caso, los problemas considerados en el epígrafe anterior pueden concurrir también en este supuesto, puesto que los socios de alguna de las compañías pueden ser reacios a una reorganización empresarial de calado, generando una falta de gobernabilidad de la resultante. La afirmación previa podría conducir a entender que cualquier fusión que no fuese precedida de una adquisición del control por parte de una de las dos participantes sobre la otra no resultaría eficiente, lo que no es necesariamente el caso. Parece, sin embargo, que un elemento que también desincentiva la opción por fórmulas de concentración de la participación en la sociedad resultante es la falta de liquidez necesaria para lograrlo y el elevado riesgo financiero que un recurso al endeudamiento puede conllevar.

3. El control por los administradores: las operaciones *public to private*

El tercer supuesto que cabe considerar es el de los *management buy-outs*, en los que precisamente se busca una reducción de la dispersión accionarial a través del control, que pasa a manos de los administradores. Puede ocurrir, incluso, que como consecuencia de la transacción se considere oportuno el abandono de la cotización bursátil⁶³. La operación no tiene que tener, en todo caso, como protagonistas a los administradores, sino que una concentración puede tener lugar, incluso a través de una oferta pública de adquisición, a través de la actuación de la *newco* controlada por un fondo de capital-riesgo.

⁶³ Una operación de estas características en ocasiones viene acompañada de una concentración muy importante del capital social en manos de los encargados de la gestión y representación de la compañía y requiere de los elementos de tutela que dispensa la regulación sobre OPAS, concretamente, los *squeeze outs*. Véase, monográficamente, el interesante trabajo de KOLB, A./ SERRANO ACITORES, A., “La exclusión de negociación bursátil mediante las operaciones de *public-to-private*”, *RMV*, núm. 10, 2012, pp. 129-160.

El específico objetivo al que aquí nos referimos resulta más palpable, sin embargo, si son los administradores los que alcanzan la posición preeminente. En tales casos, existe un mayor incentivo a una mejora de la *performance* de la sociedad, dado que el riesgo de empresa es directamente soportado por el propio *management*⁶⁴. Así, se produce una alineación de intereses con los socios –especialmente si hay minoritarios– que permite la reducción de costes de agencia, al menos en la relación entre administradores y socios, aunque no necesariamente entre socio mayoritario y minoritario. El hecho de que algunas de estas operaciones tengan como objetivo a sociedades cotizadas permite beneficiarse de la tutela que dispensa la regulación de las ofertas públicas de adquisición.

V. LOS RIESGOS DE LAS OPERACIONES APALANCADAS

Las operaciones apalancadas también dan lugar a riesgos inherentes a la propia estructura de la transacción y que son de diversa índole. A efectos expositivos, pueden ser clasificados entre aquéllos que tienen un efecto patrimonial pernicioso sobre la sociedad e, indirectamente, sobre acreedores y socios minoritarios de la sociedad objetivo, y aquéllos otros de corte organizativa. Si los primeros pueden dar lugar a la frustración de los intereses económicos de los sujetos aludidos, los segundos pueden implicar una inadecuada gestión que, indirectamente, tenga consecuencias similares, particularmente para socios minoritarios. Seguidamente se analizan los posibles escenarios que pueden surgir, haciendo referencia, de entre los primeros, a la posible venta de activos en caso de concurrir dificultades en el repago de la deuda, así como a la situación de insolvencia de la sociedad

⁶⁴ RUDOLPH, B., “Funktionen und Regulierung...”, cit., p. 173.

resultante. Respecto a los segundos, se toman en consideración las actuaciones potencialmente constitutivas de abuso por parte de los administradores de la *target*.

1. El *asset stripping*

La reorganización empresarial que se lleva a cabo una vez se produce la operación apalancada y que tiene por objeto la eliminación de posibles duplicidades en el funcionamiento y la gestión de la sociedad resultante puede tener como consecuencia la venta de determinados bienes que tenga la compañía, así como la reducción de departamentos cuya existencia sea ineficiente. El efecto positivo que *a priori* esto supone tiene su límite inherente en la permanencia de la base patrimonial necesaria para llevar a cabo la actividad empresarial de la sociedad en forma adecuada. En este sentido, la enajenación de bienes cuya utilización en los procesos de producción sea indispensable no da lugar a una mejor gestión, sino que restringe las posibilidades de la sociedad de generación de flujos de caja, lo que supone ir en contra de la propia lógica de la operación.

Cabe pensar en los supuestos en los que esta situación puede acontecer. Así, el llamado *asset stripping* tiene lugar cuando la sociedad resultante se encuentra en una situación próxima a la insolvencia, para cuya evitación recurre a cualesquiera fórmulas de obtención de liquidez⁶⁵. Las posibilidades que se antojan más oportunas pasan por una reestructuración de la deuda, bien a través de posibles esperas, bien mediante la intervención de un financiador distinto de aquél o aquéllos con los que originariamente se contrató. No

⁶⁵ La venta de los activos también puede ser planificada de origen con el fin de obtener un lucro como consecuencia de la operación de compra previa y venta posterior, como ha señalado FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, M. C., “LBO y MBO”, *RGPP*, núm. 2, 1997, pp. 51-81, concretamente, pp. 76-77.

pudiendo hacer uso de dicha posibilidad, la sociedad resultante se ve obligada a solicitar el concurso o a llevar a cabo la consabida enajenación de bienes. Dicha situación generalmente dará lugar a un empeoramiento del curso futuro de la sociedad, incluso si evita la situación de insolvencia, dado que impedirá una mayor eficiencia productiva y, consiguientemente, dará lugar a una reducción de los posibles beneficios. Mientras que los acreedores tan sólo sufrirán la imposibilidad de satisfacción de sus créditos en caso de que la insolvencia se produzca, los socios minoritarios verán afectados sus intereses económicos incluso si ésta no llega a acaecer. El *asset stripping* puede ser consecuencia de un empeoramiento de la situación de la compañía que traiga causa de modificaciones de la demanda u otras imprevisibles circunstancias de la economía del sector, pero también puede producirse en razón de un inadecuado ejercicio de prognosis por parte de los responsables de la transacción.

Por otro lado, se puede plantear la situación en relación con la búsqueda de una mayor cuota de mercado. En tal caso, no nos encontramos ante operaciones llevadas a cabo por sociedades de nueva creación, sino por aquéllas ya consolidadas, pudiendo ocurrir que el objetivo no pase por la obtención de economías de escala que permitan la producción de bienes o servicios de manera más competitiva, sino por la eliminación de un competidor. Ocurre en tal supuesto que se pretende adquirir una sociedad que, por ejemplo, atraviese dificultades financieras, para, acto seguido, proceder a su desmantelación, aprovechando, en todo caso, ciertos activos con los que cuenta para la producción y sirviéndose del resto para obtener la liquidez necesaria para llevar a cabo el repago de la deuda⁶⁶.

⁶⁶ Algún autor ha sostenido en trabajos de corte económico que este tipo de situaciones pueden, pese a todo, acabar generando valor. Véase a tal efecto, ANDRADE, G./ KAPLAN,

2. La situación concursal

La situación más dramática en términos patrimoniales es, sin embargo, la que tiene lugar cuando se produce el *default* definitivo de las obligaciones pecuniarias a cuyo cumplimiento viene obligada la sociedad resultante, viéndose compelida a solicitar el concurso de acreedores. Es una realidad que, si tanto la situación anteriormente descrita, como la que tiene que ver con los posibles abusos organizativos por parte de los administradores, tienen como principales afectados a los socios minoritarios, ésta, además, tiene implicaciones directas –e, incluso, principales– para los acreedores. Cabe pensar, en este sentido, tanto en las causas, como en las diversas consecuencias que tengan relevancia en la realidad descrita.

Por lo que se refiere a las causas, no parece lógico entender que bien una sociedad consolidada, bien una de nueva creación, a través de la actuación de un fondo de capital-riesgo vayan a incurrir en los costes asociados a la operación para que la compañía resultante termine siendo insolvente. En todo caso podría ocurrir que la conciencia de la inviabilidad pasara por la venta de determinados activos, quizá incluso de carácter estratégico, que permitiría al menos la obtención de determinada liquidez. La situación de concurso no parece que sea la que se plantee como escenario probable final de la transacción, no sólo por la imposibilidad de continuar llevando a cabo la actividad empresarial, sino porque la enajenación de bienes será, en la mayor

S. N., “How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence From Highly Leveraged Transactions that Became Distressed”, *J. Finance*, vol. 53, núm. 5, 1998, pp. 1443-1493.

parte de los casos, así como en los diversos ordenamientos⁶⁷, objeto de acciones de reintegración por constituir perjuicios para la masa⁶⁸. Cabe pensar, más bien, en términos generales, en cierto sesgo excesivamente optimista por parte de los encargados de llevar a cabo la fusión apalancada.

En cuanto a las consecuencias, procede diferenciar entre aquellas situaciones de impago parcial y aquellas otras que supongan la completa insolvencia de la sociedad en cuestión. Las primeras, en realidad serán tratadas como un mero incumplimiento contractual, lo que sí que puede haber sido previsto incluso en el diseño de la operación, pensando, tal vez, que el *enforcement* judicial pueda dilatarse en el tiempo, permitiendo a la compañía, en el futuro, hacer frente al pago de la deuda en cuestión, así como a las costas del proceso. En el segundo caso, por el contrario, la preservación parcial de los intereses de los acreedores pasa por el procedimiento concursal, siendo los socios minoritarios difícilmente tutelables.

3. El abuso de los administradores

El tercero de los riesgos es de carácter organizativo y tiene que ver con la actuación de los administradores de la sociedad objetivo en un momento dado del tiempo, pudiendo ocurrir que, a consecuencia de la misma, se permita que la sociedad adquirente tenga mayores facilidades de llevar a cabo la

⁶⁷ Téngase en cuenta, a modo ejemplificativo, además de los diversos supuestos del art. 71 LC en el Derecho patrio, las *Insolvenzanfechtungen* del § 133 InsO, así como, finalmente, los *fraudulent transfers* en el Derecho estadounidense (§§ 547 y 548 BC).

⁶⁸ Se plantea, con todo, la duda de si una tutela de acreedores y socios minoritarios que opere en un momento ciertamente tardío es del todo apropiada. Véase, al respecto, SCHNEIDER, U., “Missbräuchliches Verhalten durch Private Equity”, *NZG*, núm. 23, 2007, pp. 888-893, particularmente, p. 890.

transacción⁶⁹. A cambio, los administradores no serían sustituidos, sino que permanecerían en el puesto en el que se encontraban. Es una realidad que la situación difiere sustancialmente según nos encontremos ante sociedades cotizadas o no. Especialmente en el primer caso, puede producirse la alteración del precio de cotización de las acciones de la *target*. Sin embargo, es también en sede de sociedades cotizadas donde, generalmente, se establece en la mayoría de los ordenamientos la oportuna tutela de los socios minoritarios, que podrán recibir un precio equitativo por sus acciones a través de las reglas sobre ofertas públicas de adquisición y, en su caso, mediante las compraventas obligatorias.

VI. RECAPITULACIÓN

Las operaciones apalancadas son un tipo de transacciones corporativas que pueden manifestarse en forma muy diversa, pero que cuentan con elementos comunes que las caracterizan, como son el hecho de producirse una adquisición para la que se hace uso de un elevado grado de endeudamiento. Se aprecian, sin embargo, diferencias, según los sujetos que intervienen en la misma, esto es, fundamentalmente, la sociedad adquirente y quienes participan en la misma, así como dependiendo de si con posterioridad a la compraventa apalancada tiene lugar una fusión entre la compañía que adquirió y la sociedad objetivo. La operación viene, además, caracterizada por unos particulares elementos concurrentes en la estructura de recursos utilizados para financiar la transacción y por unas funciones o ventajas y riesgos o costes inherentes a la misma, los cuales deben, en todo caso, servir

⁶⁹ Véase al respecto, DEMOTT, D. A., “Director’s Duties in Management Buyouts and Leveraged Recapitalizations”, *Ohio St. L. J.*, núm. 49, 1988, pp. 517-557, particularmente, pp. 539 y ss.

de elemento para el diseño de una política legislativa apropiada que permita un adecuado tratamiento legal.

En las operaciones apalancadas o *leveraged buy-outs* se aprecian dos operaciones encadenadas, una compraventa y un negocio de financiación. En la primera, la parte compradora es la sociedad adquirente, el objeto es la propia compañía *target* y la vendedora los socios originarios de esta última, con la excepción del supuesto de compraventa de activos, en cuyo caso es la propia *target* la parte enajenante. Por su parte, en el negocio de financiación, la compradora se encuentra en la posición de prestatario, siendo un tercero bancario u obligacionista la contraparte.

En el negocio de compraventa, el hecho de que se utilice una sociedad y no una persona física, además de otros considerandos, que tienen que ver con el hecho de que ésta sea una compañía consolidada, responden, de un lado, a la limitación de la responsabilidad –presuponiendo que sean de capital-, y, de otro, a las posibilidades de llevar a cabo una fusión posterior. La sociedad adquirente puede estar participada, según los casos, por un fondo de capital-riesgo, por los administradores o por los trabajadores, mal que en este último caso, son las propias personas físicas las que habitualmente compran las acciones o participaciones en que está dividido el capital de la sociedad objetivo. Ésta puede ser adquirida con voluntad de generar sinergias o economías de escala en caso de que la adquirente se encuentre llevando a cabo una actividad empresarial en el mismo sector con carácter previo. También puede ocurrir que la adquisición venga propiciada por un fondo de capital-riesgo que considere que los resultados de la actividad de la sociedad son subóptimos, en cuyo caso llevará a cabo la correspondiente reorganización, procediendo, incluso, a la enajenación de aquellos activos innecesarios.

Finalmente, la operación puede tener lugar como fórmula para lograr una refinanciación de una sociedad en estado próximo a la insolvencia.

El negocio de financiación encuentra su fundamento, dentro de la estructura de la operación, en la necesidad de liquidez de la sociedad adquirente para llevar a cabo la compraventa. El tercero financiador puede establecer cautelas de diversa índole que permitan asegurar la devolución del crédito. La posibilidad del establecimiento de garantías reales deberá tener en cuenta que no podrá hacerse uso a tal fin de bienes de la sociedad objetivo, pues ello resultará contrario a la prohibición de asistencia financiera, al menos en las legislaciones de la Unión Europea. La exigencia de fusión posterior a la adquisición con endeudamiento tiene la bondad de afectar la totalidad del patrimonio de la sociedad adquirida al repago de la deuda; el efecto en todo caso es el traslado, o, al menos, la extensión del coste del repago de la deuda a la *target*. Finalmente, el establecimiento de *covenants* que tengan por objeto la restricción de las salidas de líquido de la sociedad resulta positivo, incluso, para aquellos acreedores de la sociedad objetivo cuyas obligaciones hubiesen surgido con anterioridad a la operación apalancada. La cuantía dineraria utilizada por la sociedad adquirente para llevar a cabo la compraventa apalancada suele corresponderse con una estructura financiera tripartita, en la que el capital representa el 20%, correspondiendo el resto al endeudamiento, dividido a partes iguales entre deuda *senior* o garantizada y *junior*. Si la primera suele ser de carácter bancario e incorpora elementos en forma de avales o colaterales, siempre, en su caso, con respeto a las normas relativas a la prohibición de asistencia financiera, la segunda tiene carácter más arriesgado o subordinado. Así, obtenidos en el mercado de capitales, este segundo tipo de recursos puede ser deuda *mezzanine*, que revestirá un cierto tipo de subordinación o bien *junk bonds*, esto es, bonos u obligaciones con un

elevado riesgo de impago que exigirán, consecuentemente, un elevado interés.

Las operaciones apalancadas pueden aparecer en la realidad económica en diversa forma. Frente a los *leveraged buy-outs* que no utilizan fusión posterior y cuya legalidad parece fuera de toda duda, a no ser que el repago de la deuda se lleve a cabo a través de dividendos o préstamos fraudulentos de la *target* a su nueva matriz, algunos elementos resultan de interés en las que incorporan una modificación estructural posterior. Ésta permite, como se decía, el traslado del coste del repago de la deuda, al menos de forma parcial, al patrimonio de la *target*, pero además permite beneficiarse, por lo general, de un tratamiento tributario más favorable. La operación puede tener lugar como fusión por creación de nueva sociedad o por absorción, pudiendo ocurrir, en este último caso, que la absorbente sea bien la adquirente, bien la *target*. Siendo el efecto económico el mismo en todo caso, la opción por una u otra fórmula será de pura estrategia empresarial. La posibilidad de que sean los administradores los que adquieran la sociedad objetivo (*Management Buy-Out*) tiene como elemento positivo el hecho de permitir un alineamiento de intereses que reduce costes de agencia y, al tiempo, la posibilidad de beneficiarse de una de las excepciones de la prohibición de asistencia financiera en caso de que exista una relación laboral con la sociedad. Lo mismo ocurre en el supuesto de que sean los trabajadores los adquirentes, aunque en este caso, por el contrario, la compraventa suele tener lugar directamente y no a través de una sociedad interpuesta.

Las fusiones apalancadas tienen ventajas e inconvenientes o riesgos de necesaria consideración a la hora de delimitar las líneas de la política legislativa en la materia. A la hora de referirse a las primeras, cabe diferenciar según la sociedad adquirente sea de nueva creación, siendo constituida por un

fondo de capital-riesgo, sea una compañía consolidada o sea, por último, una sociedad en la que participen los administradores. Si en el primer caso, el elemento primordial es la capacidad de optimizar la gestión de la compañía a través de la reorganización empresarial, en el segundo es el aprovechamiento de sinergias y de economías de escala lo principalmente relevante, siendo para el último la antedicha eliminación de costes de agencia. En cuanto a los riesgos, una planificación de la operación con sesgo excesivamente optimista puede dar lugar a que, dadas las dificultades de financiación futura, la sociedad se vea obligada a enajenar activos, incluso necesarios para el desarrollo de la actividad empresarial o, en último término, se vea abocada a una situación de insolvencia. Finalmente, puede ocurrir que los administradores incurran en abusos, facilitando la actuación de sujetos económicos externos.

PARTE SEGUNDA

LA FUSIÓN APALANCADA ANTE LA EVOLUCIÓN JURÍDICA

CAPÍTULO II. LA PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA A TRAVÉS DE SU HISTORIA JURÍDICA

I. CONSIDERACIONES PRELIMINARES

Definida en términos económicos la operación apalancada y, en concreto, la que concluye con una fusión, *merger leveraged buy-out*, y sin perjuicio del particular concepto de tal transacción que en la actualidad ha delimitado el ordenamiento español –no necesariamente coincidente con la descrita–, aspecto sobre el que versa el Capítulo IV, compete a lo largo de los dos previos la exposición y análisis de las diferentes aproximaciones a la cuestión por parte de los diversos ordenamientos. A tal efecto, el presente capítulo se dedica a la consideración del tratamiento jurídico de las fusiones apalancadas a lo largo del último siglo, destinándose el siguiente a la situación existente en Derecho comparado en la actualidad. En este sentido, resulta oportuno advertir que, en buena medida, el tratamiento jurídico de este tipo de operaciones ha estado siempre relacionado con la prohibición de asistencia financiera, sin perjuicio de otras cuestiones que han tenido incidencia en la misma, como la infracapitalización o el tratamiento paritario de los accionistas⁷⁰. Lo cierto es que dada la íntima relación que se ha manifestado

⁷⁰ El trabajo de VIVES RUIZ, F., *La validez de los LBO en el Derecho español*, tesis doctoral inédita leída en la Universidad Pontificia de Comillas, 2009, hace una consideración pormenorizada de las diversas cuestiones que pueden poner en tela de juicio la validez legal de los *leveraged buy-outs* en términos generales. A tal efecto, no sólo se ocupa de la

y que, como habrá oportunidad de exponer, sigue observándose en la actualidad en el Derecho español, como puede verse en la especial aproximación que la LME ha hecho a las fusiones de este tipo, el presente estudio tiene dicha vinculación como hilo conductor⁷¹. El resto de cuestiones relevantes, si bien serán traídas a colación en momentos puntuales, no recibirán una atención pormenorizada como la que predicamos de la antedicha.

La prohibición de asistencia financiera se configura como el núcleo del análisis de la problemática por cuanto su surgimiento, en primer término, viene de la mano de la utilización de operaciones apalancadas, si bien con formas ostensiblemente fraudulentas o de las que difícilmente se podría predicar viabilidad económica alguna. En este sentido, el ordenamiento inglés incorpora la regla de la interdicción como reacción frente a los abusos que darían lugar a una crisis económica en los inicios del siglo XX⁷². La institución, sin parangón en el resto de sistemas legales de nuestro entorno, más allá de las exiguas alusiones a los préstamos con garantía de las acciones propias contenidas en el Código de Comercio italiano de 1882⁷³, se presenta como el influjo prácticamente unívoco que lleva a introducir una regulación sobre la materia en sede comunitaria. De manera concreta, es en la Directiva

problemática de la prohibición de asistencia financiera, sino que tiene en cuenta el resto de aspectos aludidos.

⁷¹ En la doctrina italiana, dada la divergencia sustancial entre las reglas sobre asistencia financiera en punto a la inclusión de una cláusula general en la interdicción que, al contrario que en el caso de la norma patria, no se observa en la regulación del ordenamiento transalpino, ha existido la duda sobre su afectación a las operaciones apalancadas. De manera pormenorizada y a partir del análisis prolijo de la jurisprudencia vertida en la materia, se ha manifestado diametralmente en contra, PICONE, L. G., *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del leveraged buy out*, Milano, Giuffrè, 2001.

⁷² Véase en tal sentido las indicaciones de DAVIES, P./ WORTHINGTON, S., *Gower and Davies' principles of modern company law*, London, Sweet & Maxwell, 2012, pp. 359-361.

⁷³ Al respecto, VELASCO SAN PEDRO, L., “La prohibición de que las sociedades presten con la garantía de acciones emitidas por ellas mismas”, *RDBB*, núm. 19, 1985, pp. 557-592, particularmente, en las pp. 562-563.

77/91/CEE, Segunda del grupo de las relativas al Derecho de Sociedades y concerniente a las reglas sobre el capital social, donde se incluye la norma que dará lugar a la preceptiva consideración de la prohibición de asistencia financiera como parte del régimen de autocartera en los diversos ordenamientos afectados.

Así las cosas, no parece que una alusión indiscriminada a múltiples o a la totalidad de los ordenamientos que han regulado la prohibición de asistencia financiera deba ser el objeto de las siguientes páginas, máxime si se piensa que no constituye, como tal, el elemento de análisis del presente trabajo. Por el contrario, parece que deben ser algunos escogidos los que deban ser tenidos en cuenta, para cuya selección se barajan diversos criterios que difieren según se trate de delimitar la evolución de la prohibición de asistencia financiera en relación con los *leveraged buy-outs*, como es el caso en el presente capítulo, o de observar la mejor fórmula de tutela de los intereses económicos que surgen en las indicadas operaciones⁷⁴. De esta manera, parece relevante tener en cuenta, en primer término, la evolución del Derecho inglés, por cuanto, como se decía, constituye la génesis de la regulación sobre prohibición de asistencia financiera y ésta tiene que ver con las consecuencias macroeconómicas⁷⁵ de las operaciones apalancadas abusivas en un momento

⁷⁴ En este sentido, se hace necesario, como se sugería en el capítulo precedente y se lleva a cabo en el posterior, una valoración conjunta de elementos positivos y negativos de la transacción, para, concretamente, delimitar la forma más adecuada de resolver la cuestión teniendo en cuenta todas las cuestiones concomitantes. En relación con la adquisición de acciones propias, puede verse el análisis de VELASCO SAN PEDRO, L., “La adquisición de acciones propias: problemas de política jurídica y tendencias legislativas”, *RdS*, núm. 11, 1998, pp. 33-78, concretamente, pp. 67-74. Por lo que se refiere propiamente a la valoración del nivel de endeudamiento adecuado, téngase en cuenta FLEISCHER, H., “Grundfragen der ökonomischen Theorie im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht”, *ZGR*, vol. 30, núm.1, 2001, pp. 1-32, concretamente, pp. 9-10.

⁷⁵ Véase una referencia a la evolución económica en YOUNGSON, A. J., *Britain's economic growth, 1920-1966*, New York, George Allen & Unwin, 1967, pp. 25 y ss.

histórico determinado. Parece, en el mismo sentido, que la implementación de la regla en la normativa de la entonces Comunidad Económica Europea resulta de necesario interés, por cuanto es la base para la trasposición posterior de la regla prohibitiva. Dada la naturaleza de las Directivas comunitarias, establecidas como normas de mínimos, parece oportuno aludir a la mayor o menor proximidad a la misma de los resultados de la implementación en los diversos sistemas legales. En este sentido, la comparativa entre la versión inglesa y la versión comunitaria de la interdicción permite explicar las diferencias entre los ordenamientos alemán e italiano, por un lado, y español, por otro, cuya disparidad, si bien es tan sólo relativa, tiene consecuencias muy relevantes en materia de operaciones apalancadas.

Por otro lado, la evolución de la aplicación de la prohibición por parte de los operadores jurídicos resulta de especial relevancia, lo que se manifiesta de manera prominente en el nutrido cuerpo jurisprudencial inglés e italiano, que ha tratado la problemática de manera casuística, dando lugar a una serie de elementos comunes que permiten el mejor entendimiento de la viabilidad jurídica de la operación en relación con la norma prohibitiva. Al tiempo, dicha evolución se manifiesta también en la progresiva flexibilización de la regla que, si apreciada en diversas sedes en forma jurisprudencial, culmina, por el momento, con su nuevo tratamiento comunitario incorporado en la Directiva 2006/68/UE⁷⁶.

Por lo que se refiere al análisis del capítulo siguiente, el criterio parte de las diferentes formulaciones posibles. En tal sentido, vista la absoluta interdicción imperante históricamente en la legislación inglesa, ha de

⁷⁶ Por muchos, FERRAN, E., "Simplification of European Company Law on Financial Assistance", *EBOR*, núm. 6, 2005, pp. 93-99; DRYGALA, T., "Finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs nach der Reform der Kapitalrichtlinie", *Der Konzern*, núms. 6-7, 2007, pp. 396-406.

valorarse en qué medida afecta un mayor o menor control de las fusiones apalancadas, así como la pertinencia de que éste opere *ex ante* o *ex post*. En tal sentido, sin perjuicio del estudio más pormenorizado de la actual regulación española e italiana, que suponen un ejemplo de control *ex ante*, cabe valorar si la mayor o menor restricción de la prohibición de asistencia financiera puede constituir también una disciplina de tratamiento de los *leveraged buy-outs* fraudulentos o económicamente inviables. De este modo, el recurso a criterios jurisprudenciales o a principios generales parece haber sido la tónica general en las jurisprudencias italiana⁷⁷ e inglesa⁷⁸ de las décadas de 1980 y 1990, siempre, desde planteamientos no necesariamente identificables. Así, la validez de las fusiones apalancadas puede operar por no entenderse incluida en el supuesto de hecho normativo de la prohibición o bien por vía de excepción de la misma. Por su parte, el análisis de las posibles ventajas e inconvenientes de un control que tenga lugar *ex post* puede llevarse a cabo de la mano del ejemplo del ordenamiento estadounidense, cuyas instituciones jurídicas aplicables al caso son fundamentalmente de índole concursal⁷⁹. Especial es el caso alemán, donde puede trazarse una distinción,

⁷⁷ Con voluntad de completud, ha habido estudios en los que se ha desarrollado un análisis jurisprudencial de la tendencia observada en la realidad. Así, BRUNO, N. A., “Il *leveraged buy out* nella casistica giurisprudenziale”, *BBTC*, núm. 1, 2002, pp. 807-830, así como el ya citado PICONE, L. G., *Orientamenti giurisprudenziali*, *cit.*, pp. 43 y ss.

⁷⁸ Véase así, paradigmáticamente, un comentario al que constituyó una de las resoluciones judiciales más relevantes –*Brady v. Brady*–, POLACK, K., “Companies Act 1985 – Scope of section 153”, *CLJ*, núm. 47, 1988, pp. 359-362.

⁷⁹ Ténganse en cuenta, por muchos, SABINO, A. M., “Applying the Law of Fraudulent Conveyances to Bankrupt Leveraged Buyouts. The Bankruptcy Code Increasing Leverage over Failed LBOs”, *N. D. L. Rev.*, núm. 69, 1993, pp. 15-55, así como, en relación con el caso *Gleneagles*, MORTON, S. J., “Fraudulent Conveyance: An Interpretive Analysis of the *Gleneagles* Legacy”, *Cumb. L. Rev.*, núm. 22, 1991-1992, pp. 103-133. En la actualidad, la institución *fraudulent conveyance* se encuentra en cierto desuso, siendo la más habitual la rescisión a través de la figura de los *fraudulent transfers*, regulados tanto en la UFTA, como en las §§ 547 y 548 BC. Véase, en términos generales, sobre el fenómeno en el Derecho

por otra parte tan sólo parcialmente cierta, entre la regulación de la materia según los tipos sociales. Si para la *Aktiengesellschaft* opera un sistema similar al del resto de los ordenamientos europeos por aplicación de la prohibición de asistencia financiera en su primigenia versión comunitaria, en el caso de la *Gesellschaft mit beschränkter Haftung*, el control opera en sentido similar al estadounidense, bien a través de prohibición de salidas patrimoniales, bien, con carácter *ex post*, por aplicación de la doctrina jurisprudencial de la *Existenzvernichtungshaftung*⁸⁰.

De esta manera, la exposición del presente capítulo debe tener, consecuentemente, carácter cronológico⁸¹, en la medida en que se pretende mostrar la evolución del tratamiento jurídico de este tipo de transacciones en las legislaciones de nuestro entorno, al tiempo que se busca poner de manifiesto las respectivas influencias entre ordenamientos. El siguiente, por el contrario, se basará en un estudio comparativo del punto de vista desde el que se establece el régimen jurídico aplicable a las operaciones y mediante el que se pretende dotar de la adecuada tutela a los sujetos económicos intervinientes.

estadounidense, MASSAGUER FUENTES, J., “La reintegración de la masa en el Derecho concursal inglés y estadounidense”, *RDM*, núms. 175-176, 1985, pp. 41-120.

⁸⁰ Monográficamente, sobre la figura de la *Existenzvernichtungshaftung*, véase RÖCK, S., *Die Rechtsfolgen der Existenzvernichtungshaftung*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2011; HENZLER, J., *Haftung der GmbH-Gesellschafter wegen Existenzvernichtungshaftung*, Baden-Baden, Nomos, 2008, que vio la luz con inmediata posterioridad a la resolución judicial *Trihotel*, de la que se hace eco (p. 16). Igualmente, DAUNER-LIEB, B., “Die Existenzvernichtungshaftung als deliktische Innenhaftung gemäß § 826 BGB. Besprechung der Entscheidung BGH DStR 2007, 1586 (TRIHOTEL)”, *ZGR*, núm. 37, 2008, pp. 34-47.

⁸¹ Pese a todo, en ocasiones, dicha cronología no es exacta, puesto que se describen procesos legislativos o de tendencia jurídica que tienen lugar en un ordenamiento concreto. En este sentido, se ha optado por analizar el proceso, tanto de mayor rigidez, como de flexibilización del Derecho inglés de manera conjunta, dejando la regulación comunitaria para un momento posterior, mal que la vigencia de la Segunda Directiva comenzó con anterioridad a la *Companies Act* de 1981.

II. ORIGEN: LA JURISPRUDENCIA SOBRE AUTOCARTERA EN EL DERECHO INGLÉS Y EL POSTERIOR DESARROLLO LEGAL

Si el mayor conflicto observable en materia de operaciones apalancadas puede apreciarse en la prohibición de asistencia financiera, cabe cuestionarse sobre los orígenes de la misma, para lo que resulta necesario, por la evolución posterior a que ésta dio lugar, retrotraerse a la jurisprudencia decimonónica sobre autocartera existente en el ordenamiento inglés. El posterior surgimiento de la interdicción se encuentra directamente relacionado con la proliferación de *leveraged buy-outs* en un momento dado de la historia económica del Reino Unido. El análisis de los orígenes de esta compleja institución jurídica, prácticamente ignota⁸², por otro lado, para los ordenamientos continentales hasta décadas posteriores, permite entender la configuración posterior de la disciplina y sugiere algunas pautas para su aplicación. Su implícita relación con la operación que nos ocupa adquiere una mayor relevancia en tal sentido.

1. La doctrina *ultra vires*: el caso *Trevor v. Whitworth*

La jurisprudencia inglesa de finales del siglo XIX estableció las bases del régimen de la autocartera que luego servirían de base para el establecimiento de una regla especial sobre prohibición de asistencia financiera. La

⁸² Con la excepción parcial del ordenamiento italiano, en el que se había regulado desde antiguo la prohibición de préstamo con la garantía de las propias acciones y donde también se encontraba en relación con el régimen de autocartera; tanto es así que, como habrá oportunidad de exponer con posterioridad, las dos normas formaban parte de un solo precepto.

vulneración de la misma se entendería de forma indirecta en las actuaciones que, posteriormente, dieran lugar a la financiación por parte de las sociedades de acciones de la misma. En concreto, el caso fundamental que se configura como el inicio de esta andadura lo constituye *Trevor v. Whitworth*⁸³, de 1887, donde la *House of Lords* por primera vez establece unas limitaciones a la adquisición de acciones propias. En la *litis*, una sociedad había realizado una compra de sus propias acciones; cuando tuvo lugar el fin de la vida social y se produjo la liquidación, uno de los socios requirió que se le reembolsara su parte considerando que la indicada compraventa no había tenido lugar. Es decir, en términos estrictos, el demandante entendía que la salida patrimonial de la sociedad que había constituido la contraprestación en el negocio no era válida, por lo que dicha cantidad pecuniaria seguía formando parte del activo de la compañía y, consecuentemente, debía integrarse en el patrimonio a repartir entre los socios⁸⁴.

La *House of Lords* aplicó en tal ocasión la doctrina *ultra vires*, que había introducido en el caso *Ashbury Railway Carriage and Iron Company v. Riche*⁸⁵, de 1875, según la cual las actividades llevadas a cabo por la sociedad que no se encontraran delimitadas en el *memorandum of association* debían considerarse inválidas. En cierto modo, se entendía que cualquier negocio jurídico que no formase parte del objeto social no resultaba aceptable y, en consecuencia, debía operar una suerte de reversión de las contraprestaciones entregadas. En el caso *Trevor v. Whitworth*, la doctrina *ultra vires* adquiría una relevancia considerable, en la medida en que la tutela del patrimonio de la sociedad se producía, precisamente, por el respeto al texto fundacional de

⁸³ *Trevor v. Whitworth* (1887) 12 App. Cas. 409, H. L.

⁸⁴ Véase el comentario de SCHROEDER, U., *Finanzielle Unterstützung des Aktienwerbs. Der § 71 a Abs. 1 AktG und sein Vorbild im englischen Gesellschaftsrecht*, Köln, Carl Heymann, 1995, pp. 20-23.

⁸⁵ *Ashbury Railway Carriage and Iron Company v. Riche* L. R. 1875, 7 H. L.

la compañía. En tal sentido, la compra de acciones propias no formaba parte de la actividad habitual de la sociedad en el sentido indicado en el antedicho documento, lo que impedía que se produjese la transacción. Invaluada ésta, el líquido entregado al socio del que se adquirirían las acciones debía ser reintegrado a la sociedad, pasando a quedar los títulos, de nuevo, en manos del accionista⁸⁶. La sociedad, así, engrosaba el patrimonio a repartir en la liquidación, siendo posible –y probable–, en todo caso, que la cantidad recibida en forma de precio por el socio cuyas acciones habían sido recompradas fuera superior a la que luego recibiese como cuota de liquidación.

2. La evolución económica de la época de entreguerras en Gran Bretaña

La jurisprudencia inglesa tomaría como base el caso analizado, estableciendo la doctrina *ultra vires* como fundamento de sus sucesivos pronunciamientos en la materia. Los acontecimientos relevantes para la progresiva definición jurídica de la prohibición de asistencia financiera se producirían, sin embargo, tras el final de la 1ª Guerra Mundial. En plena reconversión industrial en el país anglosajón, se generó una burbuja de tomas de control (*takeovers*) que recalentaría la economía nacional, dando lugar, como consecuencia, a una grave recesión económica⁸⁷. La actuación del legislador, como reacción, tendría en el inmediato futuro como objetivo,

⁸⁶ Dan cuenta de la cuestión LUTTER, M./ WAHLERS, H. W., “Der Buyout: Amerikanische Fälle und die Regeln des deutschen Rechts”, *AG*, núm. 1, 1989, pp. 1-17, concretamente, p. 3.

⁸⁷ Véase NIVEAU, M., *Historia de los hechos económicos contemporáneos*, 4ª Edición, Barcelona, Ariel, 1974, pp. 172-173, quien se refiere también a situaciones similares en otras economías occidentales en el momento de la reconversión industrial.

también, el aspecto microeconómico de las transacciones, que se manifestaría en la estructura de las operaciones llevadas a cabo⁸⁸.

En concreto, la proliferación de *leveraged buy-outs* suponía la compra de acciones de una determinada sociedad por parte de terceros que luego recibían préstamos de la misma compañía para hacer frente al pago del precio de los títulos adquiridos. El supuesto, que podía manifestarse bien como la concesión de financiación para repagar el préstamo otorgado por un tercero, bien directamente como transferencia de líquido por la sociedad a devolver por el nuevo socio en el futuro, constituía una fórmula muy elemental de operación apalancada. El resultado macroeconómico de la misma, como se ha dicho, tuvo efectos nocivos inmediatos, generando la oportuna alarma legislativa y dando lugar a la adopción de las necesarias medidas con vistas a limitar o evitar este tipo de actuaciones en venideras ocasiones.

3. El informe del *Greene Committee* y la *Companies Act de 1929*

Las decisiones en la materia tuvieron como antesala la discusión del grupo de trabajo prelegislativo denominado *Green Committee*⁸⁹, entre cuyas funciones se encontraría la posibilidad de reformar o sistematizar las reglas sobre autocartera y analizar hasta qué punto la práctica de los *leveraged buy-outs* en la época de entreguerras constituía algún tipo de ilícito societario. El informe resultante⁹⁰ indicaba en 1926 que las aludidas operaciones, si bien no

⁸⁸ Sin embargo, en último término, da la impresión de que el legislador tuvo más en cuenta el aspecto macroeconómico, esto es, evitar la proliferación de operaciones apalancadas a través de sanciones públicas, que un tratamiento jurídico apropiado a la luz de los intereses dispares de los sujetos económicos intervinientes.

⁸⁹ Véase la breve referencia de INSTONE, R., "Section 54 and All That", *JBL*, núm. 24, 1980, 99-108, concretamente en la p. 99.

⁹⁰ Informe del *Company Law Amendment Committee* (Cmnd. 2657 (1926)). 19 & 20 Geo. 5 c. 23.

suponían el incumplimiento estricto de la prohibición de autocartera establecida a través de la doctrina *ultra vires* por *Trevor v. Whitworth*, sí implicaban, al menos, una vulneración de su espíritu. En tal sentido, los párrafos 30 y 31 del texto elaborado por el comité indicaban que evitar la futura continuación de este tipo de prácticas debía pasar por su prohibición expresa en la legislación societaria que se preparara con posterioridad. La indicación fue acogida, incorporándose la regla sobre prohibición de asistencia financiera, en forma rudimentaria, por primera vez, en la sección 45 de la *Companies Act* de 1929⁹¹.

El texto del precepto tenía una estructura en tres apartados, dedicándose el primero a la delimitación del supuesto de hecho, así como a las excepciones, mientras que el segundo contenía referencias contables para casos concretos y el tercero incorporaba la consecuencia jurídica, en forma de sanción jurídico-pública. El supuesto de hecho se encontraba formulado como prohibición de financiación de cualquier adquisición de títulos representativos de partes alícuotas del capital social por parte de un tercero si dicho auxilio financiero hubiese sido provisto por la propia compañía⁹². La asistencia financiera sobre la que pesaba la interdicción podía tener lugar de manera directa o indirecta y para su definición se utilizaba una triple ejemplificación y una cláusula general. Se indicaba que no se podría conceder préstamo (“*loan*”) alguno, así como ningún tipo de garantías personales o

⁹¹ Véase SCHMITTHOFF, C./ THOMPSON, J., *Palmer's Company Law*, London, Steven & Sons, 1968, pp. 64 y ss.

⁹² Advierten DAVIES, P./ WORTHINGTON, S., *Gower's Principles*, *cit.*, pp. 360-361, de que la prohibición de asistencia financiera no se encontraba, en realidad, dirigida a evitar la profusión de tomas de control que habían tenido lugar con carácter previo. Al contrario, éstas podían seguir llevándose a cabo y, en todo caso, podía financiarse el repago de la deuda contraída para la adquisición con cargo a dividendos, siempre que éstos fuesen proporcionales a la participación de la matriz en la compañía asistente.

reales (“*guarantee*” y “*provision of security*”), a lo que se añadía que se prohibía cualquier fórmula de asistencia financiera en términos generales. El hecho de advertir, con carácter previo, que ésta podría operar de manera tanto directa, como indirecta, llevaba a la conclusión de que el supuesto de hecho era lo suficientemente amplio como para integrar en él aquellas operaciones apalancadas cuyo efecto de asistencia financiera se produjese tan sólo por la posterior fusión entre sociedad adquirente y adquirida (*merger leveraged buy-out*) y no necesariamente como consecuencia de un negocio de financiación en sentido estricto.

En la segunda parte del primero de los apartados de la sección 45 se incorporaban tres excepciones, algunas de las cuales han continuado estando presentes, por diferentes vías y en diversos ordenamientos hasta nuestros días. En concreto, se indicaba, por un lado, que la asistencia financiera para la adquisición de acciones propias de entidades que habitualmente realizaran operaciones de crédito –entidades de crédito– quedaba excluida de la prohibición. Por otro lado, la provisión de fondos por la sociedad para la compra de los títulos por sus trabajadores –que podían dar lugar, en su caso, a *employee buy-outs*–, incluidos los directivos (*management buy-outs*)⁹³, quedaba permitida.

El segundo apartado del precepto indicaba que la sociedad que hubiese concedido algún préstamo a los trabajadores debía hacer referencia a este extremo en el balance de la compañía con fines informativos. Por lo que se refiere a la consecuencia aparejada, se incorporaba en el propio apartado tercero del precepto una indicación respecto a su naturaleza jurídico-pública, que consistía en una sanción pecuniaria que ascendía al centenar de libras, a

⁹³ La cuestión se ha mantenido en las sucesivas modificaciones legislativas hasta la actualidad. Véase, bajo la vigencia de la *Companies Act* de 1985, LUMSDEN, C. G., “Financial assistance problems in management buyouts”, *JBL*, núm. 31, 1987, pp. 111-124.

abonar tanto por la sociedad, como por los administradores. No existía alusión alguna a la posible invalidez de los negocios de asistencia financiera, así como, en su caso, sobre las responsabilidades de corte jurídico-privada de los sujetos actuantes⁹⁴. Dicha configuración, que continuaría en el precepto que le sucedió, sería advertida por parte de una de las comisiones legislativas posteriores, concretamente, por el *Jenkins Committee*, que entendería la sanción inapropiada, por considerar que no generaba los suficientes incentivos para el logro de los efectos requeridos⁹⁵. El pago de una suerte de multa por este tipo de comportamientos societarios podía bien conceptuarse como un mero coste añadido que, si podía ser contrarrestado con los necesarios ingresos, impediría la efectividad de la norma cuando las sociedades involucradas fueran de dimensiones considerables. En las compañías de menor tamaño, sin embargo, se produciría una elevación del riesgo de incursión en el supuesto de hecho de sanción.

III. LA EVOLUCIÓN POSTERIOR DEL DERECHO SOCIETARIO ANGLOSAJÓN

El rumbo que tomaría el Derecho anglosajón con posterioridad a la incorporación primigenia de la prohibición de asistencia financiera en la legislación societaria encontraría perspectivas diferentes en los sucesivos

⁹⁴ Advertía, así, BUCKLEY, M., *Buckley on the Companies Act*, London, Stevens & Sons, 1930, p. 102, que la sanción aplicada no se encontraba verdaderamente relacionada con la realidad, en primer lugar porque constituía una cuantía pecuniaria reducida, pero, especialmente, por su ineficacia desincentivadora. Más sucintamente, MORSE, G. K., “Financial Assistance by a Company for the Purchase of its Own Shares”, *JBL*, núm. 27, 1983, pp. 105-120, concretamente, p. 105.

⁹⁵ Una breve síntesis del informe del *Jenkins Committee* puede verse en PENNINGTON, R. R., “The Report of the Company Law Committee”, *Mod. L. Rev.*, núm. 25, 1962, pp. 703-710.

momentos. Por un lado, determinadas dudas interpretativas en la jurisprudencia darían lugar a una ampliación del supuesto de hecho normativo en determinados aspectos, mientras que, por otro, sería su constatada falta de eficacia la que contribuiría a una renovación de la discusión prelegislativa. Si el resultado del primero de los planteamientos fue la inmediata modificación del texto normativo para la inclusión de las especialidades sobre cuya consideración se había realizado el oportuno análisis, en el segundo el efecto se hizo esperar dos décadas, teniendo lugar, en dicho período, la entrada del Reino Unido en la Comunidad Económica Europea. Las consecuencias para el régimen comunitario en materia de prohibición de asistencia financiera serían de gran calado.

1. El reforzamiento de la prohibición

El primero de los planteamientos enunciados, que se manifestó tras la primera década de vigencia del nuevo precepto incluido en la *Companies Act* de 1929, vino de la mano del *Cohen Committee*, que, entre otras materias de índole societaria, analizó la posibilidad de reforma legislativa en lo que a la prohibición de asistencia financiera se refería. En concreto, se planteaba si la interpretación del sustantivo “*purchase*” debía ser entendido en sentido estricto o, por el contrario, debía incluir otras formas de adquisición de la condición de socio, como pudiera acontecer cuando el tercero suscribiese acciones con ocasión de un aumento de capital, como se había planteado en la jurisprudencia. El *Cohen Committee* constató la necesidad de introducir una modificación en el sentido aludido.

1.1. *El informe del Cohen Committee*

La decisión judicial *Re V. G. M. Holdings Ltd.*⁹⁶ resolvía un caso en el que se había producido una suscripción apalancada de acciones, frente a lo que se planteaba la duda sobre la aplicabilidad al supuesto de la regla prohibitiva en materia de asistencia financiera. La opción restrictiva por parte del órgano judicial no impediría que se elevara al debate doctrinal y que la cuestión acabara teniendo incidencia en la política legislativa en la materia. Lo cierto es que la aplicación analógica se encontraba, en todo caso, con la dificultad que supone la extensión de unos efectos prohibitivos que acarrearán la aplicación de una sanción de naturaleza jurídico-pública. Como se ha dicho, la interdicción del auxilio financiero constituía un ilícito societario que daba lugar al pago de una multa, pero que no tenía efectos de corte invalidante. De esta manera, se producía una desconexión entre el posible afectado por el daño derivado de una situación de compraventa apalancada de tipo fraudulento o abusivo –socio minoritario o acreedor–, que no veía compensado su quebranto patrimonial. La actuación de los sujetos intervinientes en la operación tan sólo tenía como consecuencia una multa que, sin perjuicio de poder constituir un desincentivo en caso de que el tamaño de la compañía o del paquete de acciones adquirido no fuera de gran envergadura, no permitía, si se producía un daño, satisfacer el interés recién indicado. Dicha desconexión daba lugar a la configuración de la Administración pública recaudadora como beneficiaria de la multa. Una sanción pecuniaria de tales características difícilmente podía ser entendida de

⁹⁶ *Re V. G. M. Holdings Ltd.*, Ch. 1942.

manera extensiva desde una perspectiva del Derecho sancionador moderno, lo que justificaba la posición judicial, sin perjuizar lo que, *de lege ferenda*, pudiera ser más oportuno.

Por otro lado, sin embargo, el efecto económico producido en razón de la adquisición de las acciones mediante un préstamo de la compañía daba lugar a una situación si cabe más problemática, en la medida en que, mediante la suscripción de las acciones gracias a la financiación de la propia sociedad, indirectamente se producía una dilución de la participación de los minoritarios⁹⁷. La operación podía ser diseñada por los propios administradores o por los socios mayoritarios para lograr mayorías favorables en las decisiones de la Junta General, reduciéndose, por un lado, el posible beneficio futuro a obtener por los socios minoritarios y estableciendo sujetos económicos que ostentaran las acciones y pudieran ser utilizados para lograr determinados propósitos en el rumbo futuro de la actividad empresarial de la compañía.

El *Cohen Committee* elaboró un informe⁹⁸ cuyo párrafo 170 abundaba en la necesidad de establecer una ampliación del concepto de prohibición de asistencia financiera más allá de la mera compraventa de acciones, debiendo ser entendido que no sólo ésta, sino también la suscripción de nuevas acciones debía quedar bajo el ámbito de la regla de interdicción. Si la diferencia temporal entre la decisión jurisprudencial que inició el debate y la versión final del aludido informe tan sólo fue de tres años, fue el mismo número de anualidades el que separó éste de su implementación legislativa. La modificación normativa en este sentido no ha sido, sin embargo, un elemento

⁹⁷ Crítico con la posición es INSTONE, R., "Section 54...", cit., p. 101-102, quien indica que, cuando se produce la financiación de una suscripción de acciones, el líquido utilizado en la transacción vuelve a la compañía, lo que no ocurre en el caso de una adquisición derivativa de acciones financiada por la sociedad.

⁹⁸ Informe del *Committee on Company Law Amendment* (Cmnd. 6659 (1945)).

que haya sido mantenido a lo largo del tiempo, teniendo influencia en los ordenamientos que posteriormente introdujeron las reglas sobre prohibición de asistencia financiera. Es una realidad que ni el texto comunitario, ni los ordenamientos que han traspuesto la regla con cierta proximidad han introducido una previsión de tales características. Ni siquiera aquellos textos normativos en cuya configuración o estructura se aprecian con mayor nitidez elementos de influencia histórica inglesa se constata tal indicación⁹⁹.

1.2. La section 54 de la Companies Act de 1948

En el año 1948 se publicaba una nueva norma legislativa en materia societaria. La nueva *Companies Act* introducía en su sección 54 un texto similar al de la antigua sección 45 de la *Companies Act* de 1929, pero con modificaciones relevantes. Por una parte, la referencia a la suscripción de las acciones sugerida por el *Cohen Committee*, que pretendía una mayor completud del texto legal, se configuraba como una necesidad exigida por las razones expuestas. Por otra, la introducción de una referencia a la adquisición de acciones de una filial de la sociedad que preste asistencia financiera constituye también una ampliación del supuesto de hecho normativo, que quizá encuentre mayor justificación en términos de riesgo patrimonial. Este segundo elemento, al contrario que el primero, se ha mantenido en las legislaciones que con posterioridad han incorporado la regla en su ordenamiento.

⁹⁹ Nos referimos esencialmente a la norma española, en la que, pese a introducir una cláusula general de cierre tanto en el art. 81 TRLSA, como en el art. 40.5 LSRL, no contiene alusión alguna a las suscripciones de acciones.

A) *Adquisición y suscripción*

El texto de la sección 54 de la *Companies Act* de 1948 advertía de que la prohibición de asistencia financiera resultaba aplicable en aquellos casos en los que ésta se utilizara “*for the purpose of or in connection with a purchase or suscription [...] for any shares in the company*”. La literalidad establecía una regla clara que evitara dudas de interpretación. En tal sentido, las adquisiciones originarias quedaban bajo el manto de la prohibición por las razones aducidas con anterioridad. Se mantenía, en todo caso, la referencia extensiva al nexo de causalidad.

Así, el establecimiento de una relación entre la asistencia financiera y la adquisición, que había sido entendida de manera absoluta en la sección 45 de la norma general societaria predecesora, quedaba mantenida, también para la suscripción, en la nueva *Companies Act*¹⁰⁰. No se modificaba el tenor en el sentido de que la asistencia financiera debía servir al negocio jurídico de manera directa o indirecta y haberse utilizado con el fin o en conexión con la misma. De igual modo, el precepto originario había aludido a que la asistencia financiera podía concurrir con anterioridad o posterioridad a la adquisición de las acciones, lo que se mantenía en la nueva sección 54. La ausencia de consideración sobre dicho extremo ni en la documentación prelegislativa, ni entre los comentarios doctrinales a la misma, permitiría sugerir que ello no tuviera consecuencias distintas para los casos de suscripción. Cabe entender que esto fuera así si se piensa que no parece ser posible una interpretación en sentido contrario, dada la referencia al “*purpose*” –que no prejuzga elemento

¹⁰⁰ Véase FLEISCHER, H., “Finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs und Leveraged Buyout”, *AG*, núm. 11, 1996, pp. 494-507, concretamente p. 495.

de temporalidad alguno— y, particularmente, a la “*connexion*”. Si se atiende al contexto que propició la introducción del régimen en la norma societaria de 1929, lo cierto es que muchos préstamos otorgados por las sociedades cuyas acciones eran adquiridas servían para financiar *ex post* posibles préstamos previamente contraídos por los terceros con entidades de crédito. Nada parece impedir que esto pudiera tener lugar en casos de suscripción; es más, en los supuestos de suscripción en el momento de la fundación parece más lógico entender que el préstamo de la compañía operara en un momento posterior.

B) *Aplicación en materia de grupos*

La sección 54 de la *Companies Act* de 1948 también trajo consigo la extensión de la regla prohibitiva a la compraventa de acciones de la matriz (“*holding company*”) de la sociedad que concediese asistencia financiera (“*subsidiary company*”). La configuración, que constituye hoy en día parte de la formulación de la disciplina en algunos ordenamientos¹⁰¹, supone una regla que permite evitar que los sujetos económicos soslayen la prohibición a través del establecimiento de sociedades interpuestas. De esta manera, se buscaba lograr que la utilización de filiales pudiera dar lugar a la financiación por parte de estas últimas a los terceros que pretendiesen llevar a cabo la adquisición de acciones de la matriz. La tutela, en todo caso, parece que iba dirigida, primordialmente, a los acreedores y socios minoritarios de la matriz, por cuanto que una parte de los activos podían ser trasladados a la filial para poder

¹⁰¹ Aquí sí, los arts. 81 TRLSA y 40.5 LSRL introdujeron referencias al grupo. Por otro lado, tanto en la antigua configuración del art. 2358 Cc, como en la actual del § 71a AktG, se exceptiona la situación en la que haya, bien una situación de dependencia, bien de grupo contractual, pero ambos han de ser entendidos a efectos ingragrupo.

llevar a cabo la concesión de liquidez. El riesgo para los mismos sujetos económicos de la filial parece más evidente, pero da la impresión de que su protección podría tener lugar, en su caso, sin necesidad de recurrir a un régimen restrictivo como el que aquí nos ocupa, por otras vías.

2. La flexibilización de la prohibición

El segundo período relevante en la evolución legislativa de la regla de la prohibición de asistencia financiera en el Derecho inglés tiene que ver, también con anterioridad a la entrada del Reino Unido en la Comunidad Económica Europea, con una reconceptualización de la disciplina, tendente a su racionalización. Se buscaba, así, como se ha indicado con anterioridad, adecuar el régimen a los verdaderos intereses económicos a tutelar, habida cuenta de que la sanción de tipo pecuniario no permitía la compensación de aquellos acreedores o socios minoritarios que se hubiesen visto afectados, por ejemplo, por una despatrimonialización de la compañía.

2.1. *El informe del Jenkins Committee*

Advertida en la doctrina la necesidad de relativizar la prohibición de asistencia financiera o, al menos, de rediseñar el funcionamiento del precepto, el *Jenkins Committee* elaboró un nuevo informe prelegislativo¹⁰² que tenía encomendada tal labor. El resultado, recogido en los párrafos 170 y siguientes del mismo suponía constatar, en primer término, la excesiva amplitud del precepto. Determinadas operaciones, singularmente, los *leveraged buy-outs*, que habían sido la causa originaria de la introducción del régimen de asistencia financiera, podían tener, en ocasiones, determinados efectos

¹⁰² *Report of the Company Law Committee* (Cmnd. 1749 (1961/1962)).

beneficiosos en la medida en que favorecían, a través de una deuda que no necesariamente tenía efectos perniciosos en el patrimonio de la compañía, la unificación de estructuras empresariales para una mejora de su productividad.

En tal sentido, el *Jenkins Committee* constituye el momento temporal en el que se advierte de que la financiación o garantía de compras de acciones con cargo a la propia sociedad cuyos títulos se adquieren no debía ser *per se* entendida como negocio jurídico nocivo. Se advertía, por vez primera, de que determinadas operaciones que entraban bajo la esfera de aplicación de la interdicción no daban lugar, verdaderamente, a riesgos que mereciesen protección o, si los producían, éstos eran de menor calado que los beneficios logrados por la transacción¹⁰³. Con todo, las indicaciones allí consignadas no serían acogidas por el legislador inglés y ni siquiera servirían para limitar la introducción de la prohibición en sede comunitaria, al menos, por vía de incorporación de determinadas excepciones, como luego ocurrió en la legislación anglosajona¹⁰⁴.

Por otro lado, el informe también ponía el acento sobre la inoperatividad de la norma, que no evitaba el surgimiento de operaciones de este tipo, por cuanto la consecuencia jurídica aparejada no había sido oportunamente diseñada. El incumplimiento de la prohibición, como es sabido, daba lugar, primero en la sección 45 de la norma societaria de 1929 y más tarde en la sección 54 de su sucesora, a una sanción de tipo jurídico-público. Su montante, fijo en el centenar de libras, generaba distorsiones relevantes, en la

¹⁰³ Véase la ejemplificación mediante algunos supuestos que trae a colación SCHROEDER, U., *Finanzielle Unterstützung des Aktienwerbs*, cit., p. 35.

¹⁰⁴ Ni la *Companies Act* de 1981, ni la de 1985, incorporaron referencias en el sentido advertido por el *Jenkins Committee*. Si bien es cierto que, en cierto modo, el legislador inglés se encontraba limitado por las exigencias de la Directiva 77/91/CEE, es una realidad que, en el momento en el que ésta fue relativizada con ocasión de la Directiva 2006/68/UE, no se aprovechó la ocasión para reformar el ordenamiento insular.

medida en que, dependiendo del tamaño de los operadores económicos que interviniesen en la transacción, tenían unos efectos u otros. Si las compañías no eran de gran envergadura, incluso en el supuesto de que la operación de *leveraged buy-out* persiguiese efectos loables, el coste de la multa desincentivaba la operación apalancada. Por el contrario, en los casos en los que las sociedades fueran de gran tamaño, la sanción tan sólo suponía un coste añadido que no evitaba el posible resultado adverso que diera lugar a situaciones de insolvencia. No parecía haber, en este sentido, regla invalidante ni fórmula resarcitoria que permitiese, bien la continuación de la vida de la compañía, bien la compensación de los sujetos económicos afectados¹⁰⁵.

En términos de configuración del texto legal, el informe del *Jenkins Committee* sugería la permisividad de las operaciones apalancadas siempre que se cumplieran dos requisitos. En primer lugar, se exigía la declaración por parte del órgano de administración en la que se indicara que se podía hacer frente al repago de la deuda y a que ninguno de los acreedores se vería afectado por la operación con endeudamiento. En segundo lugar, se requería una aprobación de la transacción por parte de la Junta General en la que el 75% de los votos fueran favorables.

Pese a su no consideración con carácter inmediato por el legislador inglés, el informe del *Jenkins Committee* constituye una primera constatación de los elementos que deben ser tenidos en cuenta en la delimitación de un adecuado régimen jurídico para las operaciones apalancadas. Los dos elementos brevemente esbozados ayudan a entender los aspectos de política legislativa

¹⁰⁵ Indica MAGNER, E., “The Power of a Company to Purchase Its Own Shares: A Comparative Approach”, *CSLJ*, núm. 2, 1984, pp. 79-120, que el *Jenkins Committee* advirtió de que la prohibición de asistencia financiera no debía ser entendida como una especie dentro del régimen de autocartera, sino que debía regirse con parámetros distintos, puesto que la realidad que consideraba era divergente.

a tomar en consideración en el futuro. Por un lado, se advierte de que, en términos económicos, las operaciones apalancadas, que al fin y al cabo representan una parte muy relevante de los negocios de asistencia financiera, por lo general, dan lugar a beneficios y, al tiempo, generan riesgos. En tal sentido, el diseño de su tratamiento jurídico debe establecer el mecanismo adecuado para permitir aquéllas en los que los beneficios excedan a los costes y evitar aquellas otras en los que ocurra lo contrario. Otro tanto puede decirse de la configuración de la consecuencia jurídica, que debe tener en cuenta los diversos intereses en juego, tutelarlos y, al tiempo, generar los oportunos incentivos para lograr la eficacia del indicado planteamiento. Cabe cuestionarse si la utilización de un control *ex ante* para las operaciones apalancadas, como el propuesto de inicio por la legislación inglesa, imprejuizado por otra parte, por el informe del *Jenkins Committee*, es la fórmula más adecuada. Lo cierto es que si ésa es la opción normativa finalmente acogida, las indicaciones del mismo parecen el punto de partida.

Nótese, en todo caso, que las pautas establecidas por el informe del *Jenkins Committee* para la configuración del precepto legal han tenido influencias muy notables en diversas sedes. Por un lado, la reforma de la prohibición de asistencia financiera en la Unión Europea, que, por medio de la Directiva 2006/68/UE flexibilizó el régimen de la Directiva 77/91/CEE, contiene requisitos muy similares en la materia. Por otro, la introducción de una disciplina como la de la fusión apalancada en los ordenamientos italiano y español supone la acogida, en sede de modificaciones estructurales, de una reglamentación que comparte muchos elementos. Así, entre los requisitos específicos de los numerales de los arts. 2501 bis *Cc* para el caso italiano y art. 35 LME para el caso español, se encuentra la elaboración, por parte de los administradores, de un informe en el que se establezca un plan económico

y financiero de devolución de la deuda. Además, el hecho de encontrarse la disciplina en materia de fusión exige una mayoría reforzada para su aprobación que, sin llegar al 75% de la propuesta prelegislativa inglesa, constituye una muestra de la trascendencia patrimonial de la operación¹⁰⁶.

2.2. *Las sections 42-44 de la Companies Act de 1981 y las sections 151-158 de la Companies Act de 1985*

Las reformas legislativas en materia societaria de la década de 1980¹⁰⁷ no se hicieron eco en el Reino Unido, salvo en casos particulares, del informe del *Jenkins Committee*. Antes al contrario, limitadas las posibilidades tras el establecimiento de ciertas reglas en la materia por parte de la Directiva 77/91/CEE, el rumbo normativo de la prohibición de asistencia financiera tomó derroteros muy distintos. La modificación, que pasó a establecer excepciones a la regla que en la actualidad perduran en la *Companies Act* de 2006¹⁰⁸, vino de la mano de la interpretación jurisprudencial estricta de la

¹⁰⁶ Particular interés tiene, en este sentido, la intervención de la Junta General y, además, con unos requerimientos de porcentuales que, sin ser en la actualidad en los textos normativos aludidos en ningún caso del 75%, como indicaba el *Jenkins Committee*, lo cierto es que resultan significativos en cierto sentido. En este sentido, quepa hacer alusión al trabajo de BLACK, B./KRAAKMAN, R., “A Self-Enforcing Model of Corporate Law”, *Harv. L. Rev.*, núm. 109, 1995-1996, pp. 1911-1982, quienes ponen de manifiesto cómo, en operaciones de envergadura –paradigmáticamente, fusiones–, el Derecho de Sociedades debe actuar estableciendo ciertas cautelas para evitar abusos de los administradores. Entre ellas, resulta especialmente reveladora la exigencia de aprobación por la Junta General. La cuestión tiene dos implicaciones que cabe tener en cuenta. En primer lugar, supone que el pre-legislador inglés y también luego los legisladores comunitario, español e italiano, han configurado los problemas de asistencia financiera tomando como núcleo o base las operaciones apalancadas. En segundo lugar, puede advertirse que, además de los peligros patrimoniales de las transacciones de este tipo, es una realidad que el componente de abuso en el terreno organizativo es una preocupación también para quien crea las normas.

¹⁰⁷ Véase, críticamente, sobre el régimen de la prohibición en la *Companies Act* de 1985, ARMOUR, J., “Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Company Law”, *Mod. L. Rev.*, núm. 63, 2000, pp. 355-378, en concreto, pp. 368-370.

¹⁰⁸ Sobre las modificaciones propuestas con posterioridad a la *Companies Act* de 1985 para una hipotética reforma, véase, argumentativamente, FERRAN, E., “Corporate transactions

disciplina, provocada en buena medida por lo absoluto de la literalidad del precepto vigente desde 1948.

A) *Antecedentes*

La sección 54 de la *Companies Act* de 1948 continuó vigente hasta dos décadas después de que se redactara el informe del *Jenkins Committee*. Las indicaciones vertidas en el mismo en materia de asistencia financiera, sin embargo, no tuvieron incidencia directa en la reforma que, a principios de la década de 1980, tuvo lugar. Al contrario, ésta tuvo como antecedente, en buena medida, el caso *Belmont Finance Corporation v. Williams Furniture*¹⁰⁹. En él, la sociedad *Williams Furniture* vendía la compañía *Belmont Finance Corporation* a un tercer operador económico. Con vistas a obtener la oportuna liquidez, éste, a su vez, vendía una sociedad a la propia *Belmont* por un precio superior al de mercado. De esta manera, el coste de la compraventa de *Belmont* por parte del tercero acababa siendo abonada por la propia *target*, que pagaba un sobreprecio por la sociedad que previamente había adquirido. De esta manera, el tercero adquirente, en último término, podía financiar la compraventa de *Belmont*, de la que pasaba a ser sociedad dominante y, al tiempo, mantenía el control sobre la compañía enajenada, en la medida en que ésta pasaba a ser, a su vez, filial de *Belmont*. El caso llegaría a la *Court of Appeal*, donde acabaría siendo estimado, entendiendo que se

and financial assistance: shifting policy perceptions but static law”, *CLJ*, núm. 63, 2004, pp. 225-243; entre nosotros, con carácter más descriptivo, FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, M. C., “El futuro de los negocios de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones en Gran Bretaña: los últimos documentos emitidos al respecto por el *Department of Trade and Industry*”, *RdS*, núm. 7, 1996, pp. 463-483.

¹⁰⁹ *Belmont Finance Corporation v. Williams Furniture*, All E. R. 1980.

producía una asistencia financiera por parte de la sociedad objetivo que suponía una vulneración de la sección 54 de la *Companies Act* de 1948¹¹⁰.

El caso no tardó en tener repercusiones, pues se entendía que no había habido un verdadero *purpose* en conferir asistencia financiera al tercero para la adquisición de las acciones de *Belmont*. Desde esta perspectiva, se consideraba que, aunque el precio abonado por la compra de la sociedad fuera superior al de mercado, no había existido intención de constituir una forma de auxilio. En tal sentido, la objetivación y el carácter absoluto de la interdicción impedía escapar de la misma, lo que daba lugar a una situación de cierta inseguridad jurídica¹¹¹. La amplitud del supuesto de hecho normativo y, en particular, la cláusula general incorporada en la misma podía dar lugar a una aplicación de la disciplina a supuestos en los que no se encontraba en juego un verdadero negocio de financiación. Es una realidad, con todo, que la inaplicación de la regla podía ser excepcionada, en teoría, en caso de una falta de intencionalidad, pero el hecho de que además de la misma, se aludiera en la propia sección 54 a una *connexion* constituía un impedimento para la no subsunción.

La cuestión dio lugar a una modificación legislativa que se separaba de la propuesta original del *Jenkins Committee*, con la excepción de las *private*

¹¹⁰ INSTONE, R., “Section 54...”, cit., p. 105-108 da cuenta de la controversia doctrinal surgida entre BUCKLEY y WALLER, que sostenían posiciones diametralmente opuestas sobre la problemática. Si el segundo optaba por una interpretación rígida de la norma de prohibición de asistencia financiera y, en consecuencia, entendía que la disciplina era de aplicación, el segundo consideraba que la regla debía poder ser excepcionada siempre de forma limitada. En términos similares, MORSE, G. K., “Financial Assistance by a Company...”, cit., pp. 108-111; LOWRY, J., “The Prohibition Against Financial Assistance: Constructing an Alternative Response”, en PRENTICE, D./ REISBERG, A. (Eds.), *Corporate Finance Law in the UK and EU*, Oxford, Oxford University Press, 2011, pp. 3-25, concretamente, pp. 11-12.

¹¹¹ El concepto de asistencia financiera se mantuvo, como puede verse en MORSE, G. K., “Financial Assistance by a Company...”, cit., pp. 107-108. Se incorporó, con todo, una referencia a los negocios a título gratuito (“*gifts*”), que ha sido mantenida en la *Companies Act* de 2006.

companies, tipología societaria para la que se tomaron en consideración las indicaciones del informe prelegislativo de la década de 1960. La mayor novedad, propiciada, en parte, por las consecuencias del caso *Belmont* consistió en la inclusión de una serie de excepciones.

B) *Las excepciones*

Una aproximación a la prohibición de asistencia financiera desde el punto de vista sugerido en el informe del *Jenkins Committee* no parecía posible dada la configuración que se había dado en la década de 1970 a la disciplina en el texto comunitario. La enervación de la prohibición no podía establecerse mediante un informe de los administradores sobre las posibilidades de satisfacción de los créditos a cuyo repago estuviese obligada ni tampoco a través de una decisión favorable de la Junta General. La regla europea había establecido una interdicción que, sin ser absoluta, introducía un carácter estricto, de imposible excepción por decisión de la propia sociedad asistente. La flexibilización tan sólo podía tener lugar a través de la eliminación del carácter absoluto, posible, en buena medida, por la inexistencia de una cláusula general en el precepto de la Directiva, así como por la configuración del nexo causal en el precepto europeo. Si las secciones 45 y 54 de las normas societarias inglesas de 1929 y 1948 respectivamente aludían tanto al *purpose* como a la *connexion*, la Directiva indicaba que los negocios enumerados de forma taxativa en el supuesto de hecho normativo –anticipos, préstamos y garantías– debían haberse celebrado “*with a view to*” –“*para*” en la versión castellana–. Ello hasta cierto punto requería de un verdadero elemento intencional, que sin perjuicio de poder ser inferido de las circunstancias

concurrentes, permitía entender no subsumida una determinada actuación en la regla prohibitiva.

De esta manera, los apartados tercero y cuarto de la sección 42 de la *Companies Act* de 1981¹¹² y, más tarde, el apartado primero de la sección 153 de la *Companies Act* de 1985¹¹³ introdujeron dos reglas que, dentro del respeto a los requisitos de la Directiva, impedían la aplicación extensiva de la prohibición a supuestos en los que la asistencia financiera no fuera estrictamente el núcleo de la finalidad de un determinado negocio. Por un lado, el supuesto de finalidad distinta (“*larger purpose*”) suponía que en aquellas operaciones en las que, además de la concesión de la asistencia financiera, existiese una voluntad que fuese más allá de la misma, la prohibición no debía tener efecto. Así, indirectamente se declaraban lícitas las operaciones apalancadas siempre que se encontraran guiadas por un ánimo empresarial que excediese la idea de la concesión de auxilio, y ello teniendo siempre en cuenta que continuaba existiendo una cláusula general, inserta, en el caso de la *Companies Act* de 1985, entre las definiciones del apartado primero de la sección 152. En el mismo sentido, si la operación se hubiese hecho de buena fe (“*good faith*”), esto es, sin ánimo fraudulento o de verdadera concesión de asistencia financiera y tan sólo circunstancialmente cayese el elemento fáctico bajo la prohibición, ésta quedaba sin efecto. Ello permitía evitar que volviesen a darse situaciones como la que se había producido con la compañía *Belmont*¹¹⁴.

¹¹² Sobre el cuerpo legal puede tenerse en cuenta INSTONE, R., “Illegal Assistance Updated”, *NLJ*, núm. 29, 1982, pp. 727-741.

¹¹³ Véase, en relación con la misma, SCHMITTHOFF, C., “The United Kingdom Companies legislation of 1985”, *CMLR*, núm. 22, 1985, pp. 678-682.

¹¹⁴ Señala MORSE, G. K., “Financial Assistance by a Company...”, cit., pp. 111-112 las demás excepciones que se integraban en la disciplina concerniente a la prohibición de asistencia financiera.

Otro cambio notable producido en la legislación societaria anglosajona en la década de 1980 tuvo que ver, de igual modo por influencia de la versión final de la Directiva, con la distinción entre *public companies* y *private companies*¹¹⁵. Si la sociedad afectada era abierta, la regla imperante era la descrita hasta el momento, con las indicadas excepciones. Sin embargo, si se trataba de una compañía cerrada o de una filial de una sociedad de dichas características –nótese que la tipología no es exactamente coincidente con la de los ordenamientos continentales¹¹⁶–, la regla era la perfecta permisibilidad, siempre y cuando se llevase a cabo a partir de beneficios distribuibles (“*distributable profits*”), tal y como disponía la sección 43 de la *Companies Act* de 1981 y el apartado segundo de la sección 155 de la *Companies Act* de 1985. La configuración normativa podía tener lugar en la medida en que las destinatarias de la Segunda Directiva tan sólo eran, en el caso de la legislación inglesa, las *public companies*.

No se produjeron cambios, sin embargo, en materia de consecuencia jurídica, donde se mantuvo la regla de la multa, aunque existía una mayor posibilidad de modulación. El apartado tercero de la sección 151 continuaba estableciendo la indicada sanción, la cual, si bien no producía necesariamente la distorsión a la que nos hemos referido con anterioridad, continuaba sin garantizar la oportuna tutela de los intereses económicos afectados.

¹¹⁵ Un análisis de la diferenciación existente, bajo la vigencia de la *Companies Act* de 1985, entre *private companies* y sociedades de responsabilidad limitada, puede verse en FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, M. C., “En torno a los negocios de asistencia financiera para la adquisición de participaciones propias. *Private company* versus sociedad de responsabilidad limitada”, *RDM*, núm. 219, 1996, pp. 185-210. Nótese que la flexibilización para este tipo social en la legislación inglesa no fue total hasta la modificación operada en 2006.

¹¹⁶ Para un exposición de la tipología societaria inglesa, véase, entre nosotros, RODAS PAREDES, P. N., *Libertad de establecimiento y movilidad internacional de las sociedades mercantiles*, Granada, Comares, 2011, pp. 125 y ss.

IV. LA SEGUNDA DIRECTIVA DE SOCIEDADES (DIRECTIVA 77/91/CEE)

En el período transcurrido entre la introducción de la propuesta redactada por el *Jenkins Committee* en el Reino Unido y la posterior flexibilización del régimen de la asistencia financiera se produjeron acontecimientos que tendrían una incidencia especial, no sólo en la legislación del ordenamiento considerado hasta aquí, sino en la del resto de los integrados en la CEE. Durante el largo proceso de preparación del texto que, posteriormente, habría de constituir el articulado de la Directiva 77/91/CEE, entraron diversos nuevos Estados en la entonces Comunidad Económica Europea. De entre ellos, la presencia del Reino Unido tuvo una relevancia especial a la hora de delimitar la idea de asistencia financiera e insertar un precepto en el texto comunitario en el que, en términos parcialmente similares a los de la legislación societaria inglesa, se establecía la consabida interdicción.

1. La regulación de la autocartera

El contenido de la Directiva tiene que ver, como es sabido, con las reglas mínimas aplicables en los diferentes ordenamientos comunitarios a la constitución de las sociedades y al régimen del capital social. De entre las segundas, el primer borrador de la misma, elaborado por la comisión, incorporaba una serie de preceptos (arts. 17-20) sobre autocartera, donde se incluía una prohibición absoluta de suscripción (adquisición originaria), así como una serie de indicaciones sobre las adquisiciones derivativas. A tal efecto, se diferenciaba, en relación con estas últimas, entre los supuestos

generales y las reglas específicas a ellas aplicables. Si en determinados casos, en el mismo sentido que más tarde figuraría tras la trasposición en el ordenamiento español¹¹⁷, se establecían requerimientos en relación con la decisión de la Junta General, el desembolso íntegro y, al tiempo, se fijaban determinados límites a la afectación del patrimonio neto (adquisiciones derivativas condicionadas), en otros –tasados– se podía llevar a cabo sin cumplir exigencia alguna (adquisiciones derivativas libres).

El indicado borrador de la comisión sería analizado, con posterioridad, tanto por el Consejo Económico y Social, como por el Parlamento¹¹⁸, quienes realizarían diversas modificaciones que, sin embargo, tan sólo tendrían incidencia en las reglas sobre adquisición de acciones propias. Para 1971, cuando el documento prelegislativo se encontraba preparado para pasar por el filtro del Consejo, no existía alusión alguna a la prohibición de asistencia financiera, que no entraría en escena hasta la versión final. La introducción de la interdicción tuvo lugar, pues, en el último momento del extenso proceso legislativo.

Excepción hecha de la regla sobre la prohibición de asistencia financiera, la versión final incorporaba cinco preceptos configuradores del régimen de las acciones propias (arts. 18 a 22), quedando un sexto destinado a la interdicción de auxilio. Los tres primeros establecían las bases ya comentadas de la autocartera, diferenciando a tal punto entre adquisiciones originarias, derivativas condicionales y derivativas libres. Los dos últimos contenían referencias a las consecuencias de la aplicación de las reglas sobre

¹¹⁷ Véase, al respecto, MATILLA ALEGRE, R., “La autocartera en la Ley de reforma de la legislación mercantil”, *RGLJ*, núm. 4, 1990, pp. 57-76, quien describe la tendencia producida en el Derecho comparado, de la que el representante legislativo más relevante es la aludida Directiva (pp. 66-67).

¹¹⁸ Véase SCHROEDER, U., *Finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs*, cit., pp. 15 y ss.

autocartera. Por un lado, se establecía la obligación de enajenar en el plazo de un año aquellas acciones adquiridas en contravención con lo dispuesto en sede de adquisiciones derivativas, estableciendo la sanción de cancelación de las acciones y la consiguiente obligación de reducción de la parte correspondiente del capital social. Por otro, se advertía de las implicaciones en términos del ejercicio de derechos políticos que se derivaban de la existencia de acciones en la situación descrita¹¹⁹.

2. La entrada del Reino Unido en la CEE y su intervención en la elaboración de la Directiva

En el año 1973 se producía la entrada de Dinamarca, de Irlanda y del Reino Unido en la Comunidad Económica Europea, lo que tenía como consecuencia la actuación de representantes de los nuevos Estados Miembros en los diferentes grupos de trabajo prelegislativos. En el caso de la preparación de la Segunda Directiva de Derecho de Sociedades, la participación del Reino Unido resultó especialmente patente y tuvo que ver, en buena medida, con la introducción de la prohibición de asistencia financiera como apéndice del régimen de autocartera previamente esbozado. En el marco del debate del que, con posterioridad, sería el apartado 3 del art. 18 de la Directiva, que aludía a las adquisiciones realizadas por terceros por cuenta de la sociedad, que en último término constituían fórmulas indirectas

¹¹⁹ El régimen expuesto pasó al Derecho español con mínimos cambios. Diversos han sido los autores que han tratado la materia; sin afán de exhaustividad, puede verse, ampliamente, GARCÍA VILLAVERDE, R., “Adquisición y aceptación en garantía por la sociedad de las propias acciones”, en ALONSO UREBA, A. (Coord.), *Derecho de Sociedades Anónimas [en homenaje a José Girón Tena]*, vol. II, t. II, Madrid, Civitas, 1994, pp. 1333-1382, particularmente, pp. 1336 y ss.; JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G., “La adquisición por la sociedad anónima de sus propias acciones”, *AAMN*, núm. 31, 1992, pp. 183-232, en concreto, pp. 193 y ss.

de adquisición de acciones propias, el Reino Unido advirtió de que la configuración propuesta no cubría todos los supuestos que requerían la preceptiva limitación. A tal efecto, se planteaba que aquellas compras por parte de terceros financiadas por la propia sociedad cuyos títulos eran adquiridos constituían, indirectamente, reducciones en el neto patrimonial similares a las que se producían mediante las compras de acciones propias. Si el efecto era el mismo, el tratamiento debía ser similar¹²⁰.

Lo cierto es que, a consecuencia de las consideraciones realizadas por el Reino Unido, sus representantes plantearon la posibilidad de introducción de un precepto que seguiría al que luego constituyó el art. 18 de la Directiva, en el que se establecería una norma sobre asistencia financiera¹²¹. En este sentido, el precepto esbozado contenía elementos tanto de la prohibición de asistencia financiera con que contaba la legislación inglesa (sección 54 de la *Companies Act* de 1948), como de las modificaciones que planteaba el informe del *Jenkins Committee* y, finalmente, del régimen de adquisiciones derivativas condicionadas planteado en el seno del proceso legislativo comunitario. La estructura del precepto propuesto contenía dos apartados que tenían que ver, de un lado, con la configuración general de la asistencia financiera, de otro, con las excepciones a la misma y, en último término, con lo que debía entenderse por asistencia financiera. Las excepciones se correspondían, en esencia, con las que habían constituido la regla de la

¹²⁰ Nótese, en todo caso, que el *Jenkins Committee* había advertido de que la prohibición de asistencia financiera no debía ser entendida, en realidad, como vinculada estrictamente al régimen de la autocartera. Entre nosotros, VAQUERIZO ALONSO, A., *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Madrid, Civitas, 2003, pp. 257 y ss. ha analizado cómo, tanto desde el punto de vista patrimonial, como organizativo, no existe verdaderamente una identidad entre la realidad jurídica de ambas instituciones.

¹²¹ Tal y como se desprende del D. del Consejo, de 13 de diciembre de 1974, 2174/74 (ES196).

disciplina en la legislación insular, esto es, la compra de acciones de entidades de crédito por parte de los prestatarios de las mismas y la financiación a trabajadores para la compra de acciones de la sociedad.

En cuanto a la regla general de la mencionada propuesta de artículo por parte del Reino Unido, se incluía, en el tercer apartado, la definición de lo que debía constituir asistencia financiera, utilizando una redacción prácticamente idéntica a la de la sección 54 de la *Companies Act* de 1948. Se insistía, en este punto, en que la referencia a negocios de financiación concretos constituía tan sólo una fórmula ejemplificativa y en modo alguno un *numerus apertus*, lo que bien se podía inferir de la introducción de una cláusula general como la de la norma anglosajona. Por su parte, en los requisitos establecidos en el apartado primero para que dicha asistencia financiera no fuese prohibida se aprecian diversos elementos. En primer lugar, la necesidad de intervención de la Junta General que tome una decisión favorable al respecto y cuente para ello con una mayoría de dos tercios parece recordar a la propuesta de flexibilización de la regulación por parte del informe del *Jenkins Committee*. En segundo lugar, la necesidad de que por efecto de la asistencia financiera permitida no se produzca una reducción del patrimonio neto que lo deje por debajo de la cifra del capital social, así como la exigencia de íntegro desembolso de las acciones adquiridas parece directamente extraída del que luego sería el art. 19 de la Directiva.

3. El resultado final: la postura intermedia

La tramitación del Consejo tomó en consideración las posibilidades aportadas por los representantes del Reino Unido y, concretamente, su voluntad de inclusión de una referencia a la asistencia financiera, estableciéndola a modo de cláusula de cierre de un régimen que pretendía la

tutela del capital social como vía de protección de los acreedores. La opinión sobre la misma resultó ser, sin embargo, parcialmente negativa, en la medida en que se entendió que el artículo esbozado por el Reino Unido en realidad no era necesario, puesto que, al contrario de lo que sus representantes habían indicado, el supuesto planteado ya venía cubierto por la adquisición de acciones por parte de un tercero que actuara por cuenta de la sociedad. Traídas a colación las posibilidades alternativas de regulación, el resultado final, sin embargo, constituyó una fórmula intermedia o de compromiso¹²².

El art. 23 de la Directiva contenía tres apartados, siendo el primero manifestación de la prohibición general y, los otros dos, de las excepciones. Curiosamente, la fórmula en que el legislador europeo finalmente configuró el supuesto de hecho normativo se diferenciaba de la sección 54 de la *Companies Act* de 1948 en que la enumeración de negocios de financiación no era meramente ejemplificativa, sino que constituía un *numerus clausus*, habida cuenta de que no se aludía de forma genérica a este tipo de contratos. No existía una cláusula general como en la norma inglesa, por lo que, al recoger la norma un verdadero ilícito, la extensión analógica parecía una operación hermenéutica de la que difícilmente se podía hacer uso con el fin de lograr la subsunción.

Por lo que se refiere al segundo de los apartados, el art. 23 de la Directiva estableció finalmente las excepciones que venían siendo incluidas en el Derecho inglés, esto es, la financiación de la compra de acciones por parte de los trabajadores y la compraventa de acciones por quienes hubiesen recibido préstamos o créditos de sociedades que se dedicasen como actividad principal a la entrega de líquido a terceros. Concluía el precepto con una cautela

¹²² D. del Consejo, de 13 de diciembre de 1974, 2174/74 (ES196).

también incluida en las normas generales de autocartera, según la cual, como consecuencia de la concesión de asistencia financiera, no debía producirse una reducción del patrimonio neto por debajo del capital social. Finalmente, el apartado tercero excluía la aplicación de la norma a supuestos en los que interviniesen sociedades de inversiones de capital fijo.

Parece evidente, así, que finalmente no se incorporó, tampoco en sede comunitaria, referencia alguna en el sentido que había establecido el informe del *Jenkins Committee*. La flexibilización que supone la Directiva en relación con la tradición legislativa inglesa viene dada por la reducción del ámbito de aplicación que, en todo caso, deja la duda abierta, discutida con posterioridad en la doctrina, sobre la admisibilidad jurídica de los *leveraged buy-outs*. El criterio, en todo caso, lo constituiría la utilización o no de fórmulas de financiación como las descritas en el apartado primero del art. 23 de la Directiva y no sobre la base de una capacidad de devolución de la deuda, como había sugerido el mencionado informe ya en la década de 1960. La norma, así, resultaría menos amplia que la contenida en el Derecho inglés, pero más rígida de lo que quizá hubiese sido apropiado; el cambio de paradigma no llegaría al texto comunitario hasta la reforma operada por la Directiva 2006/68/UE.

V. LA JURISPRUDENCIA ITALIANA DE LA DÉCADA DE 1990

El periplo histórico que se ha seguido requiere tomar en consideración, seguidamente, el Derecho italiano en la materia. Ha sido este ordenamiento, en cierto modo, precursor en el establecimiento, siquiera indirecto, de un régimen jurídico apropiado para los *leveraged buy-outs*. Se trata de la única legislación de nuestro entorno, además de las normas del Reino Unido consideradas, en las que existe una normativa, si no idéntica, sí contenedora

de reglas especiales que van más allá de la estricta consideración de la autocartera¹²³. Además, constituye el seno de una jurisprudencia y una doctrina surgidas en un período temporal de profusión económica de este tipo de operaciones que permitió establecer ciertos criterios mínimos de interpretación de la disciplina en relación con las transacciones en cuestión¹²⁴. Finalmente, con ocasión de la reforma del Derecho de Sociedades de 2003, se incorporó una regla en sede de fusiones¹²⁵, vigente en la actualidad, que recogió una parte de los planteamientos del informe del *Jenkins Committee*.

Dejando aparte el tercero de los hitos de la realidad jurídica italiana, que constituye el núcleo del análisis de este trabajo, y que será analizado a lo largo de los tres últimos capítulos de manera conjunta con el precepto español en la materia, el presente apartado tiene por objeto, esencialmente, el análisis de la jurisprudencia vertida por los tribunales italianos en determinados casos relevantes de la década de 1990. El estudio parte de los antecedentes en el Derecho italiano a la entrada en vigor de la Directiva 77/91/CEE. El objetivo, en último término, es poner de manifiesto los criterios exegéticos utilizados por los órganos judiciales italianos y determinar si, en alguna medida, se observa una evolución de los criterios seguidos por los diversos legisladores.

¹²³ Mal que, en origen, ésta no parte estrictamente de una interdicción de auxilio financiero, sino que evoluciona hacia ella y no incorpora determinados negocios jurídicos en su ámbito de aplicación hasta que no tiene lugar la trasposición de la Directiva 77/91/CEE.

¹²⁴ Véase, por muchos, MONTALENTI, P., “*Leveraged buyout: una sentenza chiarificatrice*”, *Giur. It.*, núm. 12, 1999, pp. 2105-2110; SCODITTI, E., “*Il caso Farmitalia fra “leveraged buyout” ed acquisto di azioni proprie per interposta persona*”, *Foro It.*, núm. 2, 1993, pp. 167-182; BERTINI, B., “*LBO e MBO: problemi operativi e tendenze giurisprudenziali in Italia e negli U. S. A.*”, *Contr. Imp.*, núm. 3, 2000, pp. 1431-1459.

¹²⁵ Entre los autores que han tomado en consideración la problemática puede hacerse alusión, especialmente, a SPOLIDORO, M. S., “*Fusioni pericolose (merger leveraged buy-out)*”, *Riv. Soc.*, vol. 49, núm. 2-3, 2004, pp. 229-276. Un análisis pormenorizado del precepto introducido en 2003 puede verse en “*Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*”, *Contr. Imp.*, núm. 3, 2003, pp. 1391-1453.

Además, la atención se focaliza, en este caso, en las operaciones apalancadas, así como en su coordinación con la interdicción de auxilio financiero y no en esta última en sí misma.

1. Antecedentes legislativos

La formulación que se había dado a la prohibición de asistencia financiera en el Derecho italiano se ha mantenido, sin perjuicio de las modificaciones llevadas a cabo con posterioridad a la entrada en vigor de la Directiva 77/91/CEE, desde el Código Civil de 1942. La relación de la misma con las operaciones apalancadas no se produce como consecuencia de las mismas, como había ocurrido en el Derecho inglés, sino más bien, con anterioridad o independencia de ellas. En este sentido, las implicaciones que, como seguidamente se expone, tuvo la disciplina de la asistencia financiera para la legitimidad de los *leveraged buy-outs* se pudo apreciar con posterioridad.

El surgimiento de la prohibición de asistencia financiera en el ordenamiento italiano, integrada junto a los preceptos reguladores de la autocartera, se produce, así, con la llegada del *Codice Civile* de 1942, pero, anteriormente, existían ciertas normas que, si bien no alcanzaban propiamente a los supuestos más tarde afectados por la interdicción, respondían a una lógica similar. El art. 144 del *Codice di Commercio* de 1882¹²⁶ establecía una

¹²⁶ Analizó la cuestión, entre otros, VIVANTE, C., “I sindacati per la compera e la vendita delle azioni”, *Riv. Dir. Comm.*, núm. 1, 1904, pp. 265-273, quien abordaba la problemática de los acuerdos para la compra y venta de acciones realizados, bien por la mayoría social, bien por los administradores con el fin de reducir el precio de las acciones y, con posterioridad, proceder a su adquisición. Se advierte, así, la preocupación del legislador tanto por el elemento patrimonial, como el organizativo, ya en la configuración del art. 144 del *Codice di Commercio*. Cabe aludir, también, a MESSINEO, F., “L’art. 144 Cod. Comm. e i riporti di azioni sociali”, *Riv. Dir. Comm.*, núm. 1, 1926, pp. 394-401, así como a DE GREGORIO, A., “L’acquisto delle azioni di una società anonima per conto della stessa società e l’art. 144 Cod. di Comm.”, en AA. VV., *Studi di Diritto Commerciale in onore di Vivante*, Roma, Foro Italiano, 1931, pp. 375-403.

doble prohibición consistente, por un lado, en la interdicción de adquisición por parte de los administradores de acciones propias por cuenta de la compañía y, de otro, la de concesión de anticipos con la garantía de las mismas. Si la primera podía ser enervada por una decisión de la Junta General, siempre y cuando se hiciese con las cuantías pecuniarias consideradas apropiadas y las acciones adquiridas se encontraran íntegramente desembolsadas, la segunda, por el contrario, debía ser aplicada en todo caso¹²⁷. Se entiende que dichas sumas adecuadas debían ser aquéllas que no tuviesen efectos negativos en el capital, por lo que parece que la comprensión de la regla debía partir de una consideración del efecto que tendría la adquisición y, concretamente, si el patrimonio neto pasaría a encontrarse por debajo de la cuantía del capital¹²⁸.

Por lo que se refiere a la prohibición de anticipos contra la garantía de las propias acciones, se trataba, en último término, de conceder financiación a los socios cuya posibilidad de repago venía dada por la previa tenencia de acciones. La posibilidad de posterior compensación que subyacía como lógica contractual de la transacción generaba un riesgo, a juicio del legislador, de reducción indirecta del capital social de la compañía¹²⁹. La tutela del capital social como instrumento de garantía de los acreedores se encontraba en la génesis del planteamiento legislativo. Al tiempo, se evitaban posibles abusos

¹²⁷ MESSINEO, F., “L’art. 144 Cod. Comm. e i riporti...”, cit., p. 398 subrayaba lo absoluto de la prohibición para luego advertir que el excesivo celo del legislador no se encontraría del todo justificado en una presunta voluntad de tutela de los terceros.

¹²⁸ Advierte de tal realidad DE GREGORIO, A., “L’acquisto delle azioni di una società...”, cit., p. 381, quien entiende que la razón de ser de la norma es la tutela del capital.

¹²⁹ Planteaba indirectamente en tal sentido MESSINEO, F., “L’art. 144 Cod. Comm. e i riporti...”, cit., pp. 396 y ss., que la prohibición tendría efectos expansivos y, así, la entendía aplicable a los negocios de compraventa con pacto de *retroemendo* o *repos*, por cuanto supondría la recepción de un líquido a devolver con posterioridad para la recuperación de la propiedad de las acciones transmitidas. Se produciría una transmisión de las mismas y no tan sólo una prenda, pero tendría el mismo efecto económico.

de los administradores –piénsese que el propio art. 144 tenía como sujeto activo al *management*–, que pudieran realizar operaciones como las indicadas en búsqueda de incrementar los derechos de voto de socios con los que pudieran tener afinidad para, así, garantizarse el refrendo de sus decisiones¹³⁰. No se producía, con todo, una prohibición efectiva de asistencia financiera, aunque de manera indirecta quedaba sugerida, lo que ayuda a comprender la posterior extensión de la regla en el art. 2358 del *Codice Civile* de 1942.

En el nuevo precepto¹³¹, además de los anticipos y con vistas a evitar interpretaciones excesivamente formalistas de la regla del art. 144 del Código de Comercio de 1882, se optó por incluir también en la prohibición absoluta la concesión de préstamos por parte de la sociedad a terceros para la adquisición de acciones de la misma. De esta manera, tanto el ámbito objetivo, como el subjetivo, quedaban extendidos, al tiempo que la prohibición pasaba a ir dirigida explícitamente a la sociedad¹³². Puede afirmarse que la fórmula elegida, que se configura por la continuada práctica consistente en soslayar la aplicación de la norma preexistente, logró un mayor acercamiento a la realidad económica de las adquisiciones de acciones con asistencia financiera de la sociedad. Lo cierto es que la evolución legislativa, pese a llegar a resultados similares, es sustancialmente divergente de la que se puede apreciar en el caso inglés. Si allí se partía de una interdicción absoluta con tintes expansivos, que se manifestaba en el amplio detalle

¹³⁰ Así lo recuerda MESSINEO, F., “L’art. 144 Cod. Comm. e i riporti...”, cit., pp. 399-400. DE GREGORIO, A., “L’acquisto delle azioni di una società...”, cit., pp. 396-397, mal que con referencia a la situación de autocartera, da cuenta de diversas hipótesis en las que pudieran haber actuado los administradores en forma dispar.

¹³¹ Véase ampliamente, sobre el particular, SCOTTI CAMUZZI, S., “Acquisto delle proprie azioni, utile e utile di esercizio”, *Riv. Soc.*, núm. 2, 1970, pp. 617-658, quien expone las consideraciones oportunas sobre la norma introducida en 1942 (pp. 627 y ss.).

¹³² Téngase en cuenta, sobre el particular, el análisis de GALLESIO-PIUMA, M. E., “Le anticipazioni sulle proprie azioni e i prestiti a terzi per l’acquisto delle stesse”, *Riv. Dir. Comm.*, núm. 2, 1972, pp. 131-148.

ejemplificativo del precepto, así como en la inclusión de una cláusula general, en el Derecho italiano no ocurría lo mismo, puesto que la incorporación de supuestos fue progresiva, siendo completada, con posterioridad, como consecuencia de la trasposición de la Directiva 77/91/CEE. Ello puede ser explicado, quizá, si se atiende a la génesis o detonante de la incorporación de la disciplina en los dos ordenamientos. Mientras que en el Reino Unido se había producido una crisis económica que traía causa de la proliferación de operaciones apalancadas, en Italia los supuestos habían sido, en términos generales, derivados de abusos de los administradores y no habían tenido un alcance macroeconómico tan relevante.

Quizá ello explique también el hecho de que en el momento de tramitación de la Directiva 77/91/CEE, sin embargo los actores italianos no hicieron manifestación alguna relativa a la posible incorporación de una disciplina similar a la que se encontraba en su art. 2358 *Cc*. No fue, por el contrario, hasta la incorporación del Reino Unido cuando se decidió introducir una regla de las características consideradas. El precepto inglés, pese a encontrarse más alejado del régimen de autocartera que el italiano, fue el que acabó determinando la configuración del art. 23 de la Directiva como apéndice o cláusula de cierre del anterior.

La entrada en vigor de la Directiva 77/91/CEE dio lugar a la necesidad de trasposición, que tuvo lugar mediante el Decreto 30/1986, de 10 de febrero¹³³. A la prohibición de asistencia financiera le precedía el régimen de autocartera ya desde la primera versión del *Codice Civile* de 1942, que en buena medida

¹³³ Véase la propuesta de D'ALESSANDRO, F., "Schema di legge delegata per l'attuazione della seconda direttiva CEE (n. 77/91 del 13 dicembre 1976) sulle società per azioni", *Giur. Comm.*, núm. 1, 1984, pp. 986-999, concretamente, las referencias de los artículos 8-11, contenidos en las pp. 994-995.

traía causa de la prohibición de adquisición de acciones propias del primer inciso del art. 144 del Código de Comercio de 1882. En línea con lo establecido en los arts. 18-22 de la Directiva, el art. 2357 Cc pasó a disgregarse en cuatro preceptos (arts. 2357-2357 quater) que contenían, respectivamente, la disciplina de las adquisiciones derivativas condicionadas, los casos concretos en los que se permitían las adquisiciones derivativas libres, el régimen de los derechos políticos de las acciones en autocartera y, finalmente, la interdicción absoluta de adquisiciones originarias¹³⁴. Se aprecia, en este sentido, cómo la configuración primitiva de la autocartera, limitada en su origen, fue objeto de una cierta expansión como consecuencia de la trasposición de la norma comunitaria.

Ocurrió algo similar, aunque en menor medida, con el art. 2358 Cc, que incorporaba, más allá de la lacónica expresión que había caracterizado al precepto y a su predecesor, los principales elementos del art. 23 de la Directiva. En este sentido, sin embargo, quizá la trasposición, en algunos puntos, no tuvo lugar con la misma fidelidad al texto comunitario. Se introducía, como integrante del supuesto de hecho normativo, una referencia a las garantías¹³⁵, que habían constituido uno de los elementos de la enumeración ejemplificativa ya en la sección 45 de la *Companies Act* de 1929 y que luego pasarían a integrarse en el texto europeo. No se optaba, sin embargo, por emular el precepto inglés en el sentido de contar con una

¹³⁴ Como seguidamente se observa, las reglas contenidas en el régimen de autocartera resultan de gran relevancia para el tratamiento de las operaciones apalancadas, no ya tanto por su proximidad, más teórica que real, a la interdicción, sino por las implicaciones que tuvo, en concreto, en el caso *Farmitalia Carlo Erba*.

¹³⁵ ACCINNI, G. P., “Concessione di prestiti o garanzie per l’acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie”, *Riv. Soc.*, núm. 1, 1994, pp. 159-186 así lo advierte en la p. 161. Igualmente, FORTUNATO, S., “Anticipazioni, prestiti o garanzie per l’acquisto di azioni proprie”, en BUTTARO, L./ GRIFFI, A. P. (Coords.), *La Seconda Direttiva CEE in materia societaria*, Milano, Giuffrè, 1984, pp. 427-459, particularmente, p. 453.

cláusula general que permitiese entender prohibida cualquier manifestación de asistencia financiera, pese a lo que, en la doctrina, se optó por una interpretación extensiva del concepto de préstamo, que incluyera cualquier negocio crediticio en el que la sociedad se encontrase en la posición de prestamista. No deja de sorprender, al tiempo, que la alusión a los anticipos, que había constituido el origen remoto de la prohibición en el Derecho italiano, tal y como se indicaba en el art. 144 del Código de Comercio de 1882, y que había quedado incluido en el art. 23 de la Directiva, se obviase en la reforma del art. 2358 Cc. Dicha exclusión tan sólo podía reforzar el planteamiento según el cual la referencia a los préstamos del indicado precepto no podía ser objeto de una exégesis restringida, habida cuenta de que, por coherencia en la trasposición, los anticipos quedaban también subsumidos en el negocio crediticio por antonomasia¹³⁶. El tema, en todo caso, tiene implicaciones directas para la consideración de los *leveraged buy-outs*, en la medida en que, como más adelante se detalla, la doctrina se planteó si determinadas configuraciones de las operaciones apalancadas y, particularmente, las que concluían con una fusión, contravenían la prohibición¹³⁷.

Por lo demás, el art. 2358 Cc se completaba con una prohibición de la aceptación en garantía de acciones propias y con la introducción de la excepción de la financiación de la compra de acciones por los trabajadores de la sociedad o de las compañías del grupo; esta última siempre con el límite

¹³⁶ Véase las consideraciones de ACCINNI, G. P., “Concessione di prestiti o garanzie...”, cit., pp. 160-161, quien entiende que vendría a confirmarse la interpretación realizada con anterioridad del concepto de anticipos.

¹³⁷ Véase sobre el particular, D’ALESSANDRO, F., “Rapporti di scambio tra una società ed i suoi azionisti e divieto di assistenza finanziaria per l’acquisto delle proprie azioni”, *Contr. Imp.*, núm. 4, 1993, pp. 1017-1028, para quien no existiría vulneración de la prohibición de asistencia financiera en el caso de la fusión apalancada (p. 1025).

consistente en no afectar al capital social ni a las reservas obligatorias. El precepto italiano endureció la prohibición más allá de lo exigido por la Directiva, en la medida en que, por un lado, no incorporó las excepciones de asistencia financiera prestada por entidades de crédito ni los supuestos de sociedades de inversión y, por otro, aplicó la prohibición también a las adquisiciones de participaciones financiadas por sociedades de responsabilidad limitada (art. 2483 Cc)¹³⁸.

2. Asuntos litigiosos

En la década de 1990 se sucedieron diversas decisiones judiciales relativas a la aplicación de la prohibición de asistencia financiera en casos de *leveraged buy-outs* u operaciones con fisionomía similar. No se pretende aquí dar cuenta de la extensa lista de asuntos litigiosos objeto de atención judicial durante dicho período temporal, sino, más bien, de presentar los más relevantes con el objetivo de dar cuenta de los criterios jurídicos seguidos por los tribunales italianos en aquel momento. Su interés tiene que ver con la lógica que puede extraerse de las resoluciones para un mejor entendimiento de la posterior configuración legislativa del régimen de la fusión apalancada en Italia que, a su vez, es precursora de la norma española en la materia. En particular, las decisiones judiciales consideradas tuvieron como eje, por un lado, la atención a la literalidad de la norma sobre prohibición de asistencia financiera, la interpretación de la existencia de voluntad en las partes de eludir la interdicción y, finalmente, la posible vulneración de la normativa sobre autocartera mediante la utilización de personas interpuestas. Seguidamente se

¹³⁸ Al igual que en el caso español, la afectación de las sociedades de responsabilidad limitada lo es de forma más estricta, de manera que no contiene excepción de la adquisición de participaciones por parte de los trabajadores.

traen a colación los casos *Farmitalia Carlo Erba*, *Manifattura di Cuorgnè y Trenno*, en los que se ponen de manifiesto los aspectos indicados.

2.1. *El caso Farmitalia Carlo Erba*

El caso *Farmitalia Carlo Erba*¹³⁹ no supone propiamente una operación de *leveraged buy-out* o al menos no de manera estricta, lo que no impide apreciar ciertos elementos prototípicos de las operaciones apalancadas en su estructura. En un grupo de sociedades cuya matriz era *Montedison*, se encontraban tres compañías dominadas o filiales, *Erbamont, N.V.* y *Erbamont Italia, B.V.* y *Sifi, S.p.A.* Las dos primeras ostentaban, a su vez, respectivamente, el 20 y el 55% de la sociedad *Farmitalia Carlo Erba S.p.A.* *Sifi*, por su parte, que se encontraba participada por *Montedison* al 100%, llevó a cabo una oferta pública de adquisición con el fin de obtener una parte del capital social de *Farmitalia*, llegando a hacerse con el 24% del mismo. Con posterioridad, tanto *Erbamont, N. V.*, como *Sifi*, transmitieron sus participaciones en el capital de *Farmitalia* a *Erbamont Italia, B.V.*, logrando ésta ostentar un 99% del capital de la indicada sociedad.

Llegada dicha situación, *Montedison* creó una nueva sociedad, *Ergamont Industriale s.r.l.*, que haría las veces de una *newco* en la operación prototípica de *leveraged buy-out*. *Erbamont Italia, B.V.* entregaría el 64% del capital de *Farmitalia* a *Ergamont Industriale s.r.l.*, debiendo abonar por el mismo 1 billón 433000 millones de liras. 540000 millones fueron pagados al contado,

¹³⁹ Véase una primera consideración de BERTINI, B., “*LBO e MBO: problemi operativi e tendenze...*”, cit., pp. 1433-1434, para quien la sentencia civil del caso *Farmitalia Carlo Erba* tan sólo constituiría una suerte de primera fórmula de tratamiento que, sin embargo, habría sido corregida, con posterioridad, en el caso *Trenno*, al establecer el planteamiento casuístico.

mientras que el propio vendedor se colocó en la posición de prestamista respecto al resto de la cantidad acordada. El endeudamiento de la operación no vendría obtenido de un tercero financiador, sino de la propia parte vendedora. El apalancamiento, en todo caso, fue, como se puede comprobar, de más del 60% del precio abonado. Tras llevar a cabo la compraventa apalancada, tanto la sociedad objetivo o *target*, *Farmitalia*, como la *newco* (la sociedad adquirente *Erbamont Industriale*), se fusionaron, siendo la denominación social de la compañía resultante *Farmitalia Carlo Erba s.r.l.* De esta manera, la deuda a devolver era abonada mediante el patrimonio de *Farmitalia*, la propia compañía que había sido objeto de enajenación. Pese a todo, es una realidad que la configuración societaria de la operación apalancada se produce en todo momento intragrupo, lo que lleva a pensar que, en realidad, la adquisición apalancada y posterior fusión respondía, en realidad, a una mera transferencia de liquidez en el grupo, a lo que se añade que el 99% de *Farmitalia* se encontraba en manos del grupo.

El caso *Farmitalia* fue objeto de consideración en dos sedes, en un procedimiento civil¹⁴⁰ y otro penal¹⁴¹, siendo el resultado desestimatorio en el primer caso y condenatorio en el segundo. En el primero de los procedimientos, la cuestión estribaba, esencialmente, en determinar si la operación llevada a cabo suponía una vulneración de la prohibición de asistencia financiera. A tal efecto, el Tribunal de Milán resolvió la cuestión atendiendo a la literalidad del art. 2358 *Cc* y advirtió de que la sociedad objetivo, *Farmitalia*, no había concedido préstamos ni garantía alguna. El préstamo o crédito se había producido entre la parte vendedora y la adquirente, al haberse realizado la compraventa a crédito. Por lo que se refiere

¹⁴⁰ Tribunale di Milano, 14 maggio 1992.

¹⁴¹ Tribunale di Milano, 30 giugno 1992.

a la garantía, tan sólo podría haberse entendido la fusión como un elemento de afección de un mayor patrimonio al repago de la deuda que la adquirente había contraído¹⁴². Sin embargo, el órgano judicial consideró que no procedía llevar a cabo una interpretación extensiva de tales características, ya que, en todo caso, habría de entenderse que la fusión constituiría una fórmula de garantizar indirectamente el repago de la deuda a la sociedad vendedora¹⁴³. De esta manera, lo que habrían deseado las partes es la elusión de la prohibición a través de una figura que, teniendo los mismos efectos, no constituyese propiamente dicha una garantía; nos encontraríamos, consecuentemente, ante un negocio en fraude de ley¹⁴⁴. El órgano judicial entendió que no podía hablarse de tal atendiendo al hecho de que la finalidad de tutela de la interdicción del art. 2358 Cc podía lograrse, también, a través de instrumentos característicos del procedimiento de fusión, singularmente, la información dispensada a los acreedores y su derecho de oposición¹⁴⁵. No

¹⁴² Advertía en su comentario a la resolución judicial GRAMMEGNA, F., “Note in punto di Leveraged Buy-Out”, *Riv. Dir. Comm.*, núm. 1, 1993, pp. 77-93, que no se veía afectada por la prohibición de asistencia financiera la operación descrita en los antecedentes de hecho, puesto que en el momento en el que se podría haber entendido la concesión de la asistencia financiera prohibida por haber sido confundidos los patrimonios de ambas compañías, la personalidad jurídica de la *target* –supuesta asistente– se habría extinguido (p. 87).

¹⁴³ PREITE, D., “I merger leveraged buy-outs e gli artt. 2357 e 2358 c. c.”, *Giur. Comm.*, núm. 2, 1993, pp. 104-125 plantea la cuestión desde el punto de vista del valor del socio minoritario. En tal caso, puede ocurrir que como consecuencia de la operación apalancada tenga lugar un incremento en el valor de los títulos que se derive del efecto sinérgico o de economía de escala que el mercado espera de la concentración empresarial recién llevada a cabo (p. 109).

¹⁴⁴ Añade entre los argumentos indicados por la doctrina y jurisprudencia FRIGNANI, A., “Il leveraged Buy-Out nel diritto italiano”, *Giur. Comm.*, núm. 1, 1989, pp. 419-429, que la vulneración de la prohibición de asistencia financiera constituye un ilícito sin consecuencia civil alguna, pero que sí que cuenta con implicaciones penales, lo que debería dar lugar a una cierta limitación en la extensión del ámbito de aplicación.

¹⁴⁵ Recuerda SCODITTI, E., “Il caso Farmitalia fra “leveraged buyout” ed acquisto...”, cit., p. 174 que, en el caso de socios minoritarios, el interés fundamental que surge y que se pretende garantizar a través de los elementos propios del régimen de la fusión es el establecimiento de un tipo de canje adecuado.

pudiéndose verdaderamente eludir el efecto de tutela de la prohibición, no podía hablarse de fraude de ley¹⁴⁶.

En sede penal¹⁴⁷, por el contrario, el asunto tenía que ver con la posible vulneración de las limitaciones del régimen de la autocartera. Se planteaba, en tal caso, que la sociedad objetivo, en último término, había adquirido sus propias acciones a través de persona interpuesta¹⁴⁸, la sociedad adquirente – *Erbamont Industriale*–. Ello se relacionaba con el hecho de que el resultado de la transacción era, precisamente, que los títulos que había comprado la *newco*, al producirse la modificación estructural, habían quedado integrados de nuevo en el patrimonio de la sociedad supérstite, lo que suponía tanto como generar una autocartera con posterioridad a la fusión. Se habría podido argumentar que era aplicable la excepción de adquisición derivativa libre del art. 2357 bis *Cc*¹⁴⁹, en cuyo numeral tercero se permite la adquisición de acciones propias si se produce por sucesión universal o fusión –expresión, por otro lado, redundante, habida cuenta de que la fusión en todo caso da lugar a una sucesión universal–. Sin embargo, el órgano judicial entendió que al

¹⁴⁶ Véase BRUNO, N. A., “*Il leveraged buy out...*”, cit., pp. 816-817.

¹⁴⁷ Véase el análisis que realiza SCODITTI, E., “*Il caso Farmitalia fra “leveraged buyout” ed acquisto...*”, cit., p. 168, quien recuerda la exclusión de la aplicación de la prohibición a la fusión apalancada en sede civil.

¹⁴⁸ Alude a la cuestión SCODITTI, E., “*Il caso Farmitalia fra “leveraged buyout” ed acquisto...*”, cit., p. 176. Entre nosotros, ha tratado la figura de la adquisición de acciones propias con persona interpuesta DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, L., “*La utilización de persona interpuesta de los negocios de una sociedad anónima con sus propias acciones*”, en AA. VV., *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta Pont*, Valencia, Tirant Lo Blanch, 1995, pp. 871-877, quien llama la atención sobre la ausencia de alusión a la figura de la persona interpuesta en los negocios de asistencia financiera (pp. 874-875), lo que no se produce ni en el Derecho italiano, ni en la Directiva ni, en fin, en la norma española. Ello tendría su razón de ser en la voluntad del legislador de explícitamente determinar que la asistencia financiera relevante para la disciplina es aquella concedida directamente al tercero, lo que hasta cierto punto la separa del régimen general de la autocartera.

¹⁴⁹ Véase sobre el particular, CHIEFFI, I., “*Il leveraged buyout nell’ordinamento italiano*”, *Riv. Dir. Comm.*, núm. 1, 1993, pp. 993-1014, concretamente, pp. 998-999.

haberse producido la adquisición justo antes de la fusión, esta última no podía dar lugar a la subsunción en el supuesto libre del precepto aludido, sino que debía ser entendida como indicio del hecho de haber utilizado una persona interpuesta. No siendo aplicable el régimen del art. 2357 bis *Cc*, debían haber sido cumplidos los requisitos del art. 2357 *Cc*, habida cuenta de que la realidad económica de la transacción era subsumible en el supuesto de hecho normativo, especialmente teniendo en cuenta que el último inciso incluye la oportuna referencia a los supuestos de utilización de persona interpuesta. Como no se habían cumplido los requisitos estipulados en el art. 2357 *Cc*, debían aplicarse las consecuencias jurídicas de una vulneración de las normas reguladoras de la autocartera¹⁵⁰.

Es una realidad la mayor proximidad que, incluso más de un siglo después de los remotos orígenes de la prohibición de asistencia financiera, el régimen de autocartera tiene con aquélla si se le compara con otros ordenamientos. De esta manera, incluso en la aplicación de las normas jurídicas a realidades económicas como la que se presentó en el caso *Farmitalia*, la consideración de ambas disciplinas se planteó de manera indistinta ante los órganos judiciales. Lo cierto es que, sin perjuicio de la valoración que pueda hacerse de las resoluciones analizadas, en la relación entre ambas reglas que parecen apreciar los operadores jurídicos puede intuirse un cierto resabio histórico de vinculación entre regímenes que tiene su origen, como es sabido, en los dos incisos del art. 144 del Código de Comercio de 1882.

¹⁵⁰ Al respect, BRUNO, N. A., “Il leveraged buy out...”, cit., p. 818.

2.2. *El caso Manifattura di Cuornè*

El segundo caso que dio lugar a una resolución jurisprudencial de cierta relevancia en el panorama jurídico relacionado con los *leveraged buy-outs* y su relación con la prohibición de asistencia financiera tiene que ver con una operación apalancada en sentido estricto, en la que, además, al contrario que en el supuesto anterior, sí que concurre la figura del tercero financiador. No concurre, sin embargo, el elemento que la habría configurado como fusión apalancada, habida cuenta de que tras producirse la compraventa, la operación no concluye con una modificación estructural, por lo que, en todo caso, no se produce el efecto de garantía que había sido objeto de duda jurídica en el caso *Farmitalia*. La problemática legal, en este caso, fue distinta.

En el caso *Manifattura di Cuornè*¹⁵¹, la operación tuvo lugar mediante la compraventa, en primer lugar, de las acciones de *Manifattura di Cuornè S.p.A.* que condujeran a la obtención del control de la misma. La sociedad *Teseo s.r.l.* había recibido 3500 millones de liras de *Monte dei Paschi Fondiario e Opere Pubbliche S.p.A.* en concepto de préstamo para poder contar con la liquidez necesaria para la adquisición de los títulos del capital social de la compañía objetivo. Seguidamente, la propia *Manifattura di Cuornè* recibió también en concepto de préstamo 10700 millones de liras de la misma entidad de crédito. Dicha segunda cuantía pecuniaria pasaría de la sociedad *target* a *Venturi Investimenti* y, con posterioridad, a *Mefi s.r.l.* Tanto *Mefi*, como *Venturi Investimenti*, eran sociedades integradas en el grupo de sociedades controlado por *Teseo*, por lo que, indirectamente, se producía un

¹⁵¹ Tribunale di Ivrea, 12 agosto 1995.

flujo de líquido que tenía su origen en *Manifattura di Cuornè* y su destino en *Teseo*, lo que suponía tanto como una concesión de cierta financiación. En último término, la cuantía pecuniaria recibida por la sociedad objetivo serviría para devolver el préstamo que *Teseo* había contraído con la entidad bancaria, lo que económicamente, suponía trasladar el coste de la deuda contraída para la adquisición del control al patrimonio de la *target*.

Tiempo después, se produciría la insolvencia de *Manifattura di Cuornè*, debiéndose iniciar, consecuentemente, el procedimiento concursal. La entidad de crédito solicitaría, a tal punto, la incorporación del crédito con la sociedad objetivo concursada en la masa pasiva de ésta, pretensión denegada por el órgano judicial. La argumentación del Tribunal de Ivrea, en esencia, se basa la constatación de vulneración de la prohibición de asistencia financiera del art. 2358 *Cc*, habida cuenta de que existe un flujo de líquido efectivo que va de *Manifattura di Cuornè* a *Teseo* y se utiliza con el fin de repagar la deuda contraída con la entidad bancaria¹⁵². La solución adoptada parece evidente desde un punto de vista de la prohibición, habida cuenta de que, en último término, constituye la concesión de un préstamo por parte de la *target* a *Teseo*¹⁵³. Ahora bien, resulta sorprendente que el órgano judicial optara por la nulidad del préstamo concedido por la entidad de crédito a la concursada, puesto que el negocio en todo caso afectado de invalidez era el que, aun

¹⁵² Entiende BRUNO, N. A., “Il *leveraged buy out...*”, cit., pp. 822-823 que la aplicación de la prohibición de asistencia financiera, por otro lado, relativamente evidente, habida cuenta de que se habían constatado flujos de líquido en el sentido aludido, no podía ser entendida como una general vulneración de la prohibición de asistencia financiera por parte de cualquier operación apalancada, incluso de aquellas que concluyesen en una fusión. En sentido similar opina PICONE, L. G., *Orientamenti giurisprudenziali*, cit., pp. 53-56.

¹⁵³ Véanse, no obstante, las consideraciones de FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, M. 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*”, *RDM*, núm. 232, 1999, pp. 577-642, en concreto, pp. 594-595.

indirectamente, conectaba a las sociedades adquirente y objetivo. Si bien es cierto que, al final, a la entidad de crédito le fue garantizada la devolución de la deuda por parte del segundo préstamo concedido, en esta ocasión, a la sociedad *target* y que, de lo contrario, el reducido patrimonio de la sociedad adquirente no habría permitido el repago, no parece que sea oportuno, aun en aras de justicia material, considerar de manera conjunta los flujos financieros producidos. Al contrario, parece más lógico entender que la transacción invalidada hubiese sido el préstamo concedido por *Manifattura di Cuorgnè* a *Teseo* y que, consecuentemente, debiese restituirle la cuantía dineraria la segunda a la primera, dando lugar, así, a un incremento de la masa activa. Al tiempo, el crédito de la entidad bancaria debería haber sido incorporado a la masa pasiva de la concursada por las razones aducidas.

2.3. El caso Trenno

El tercero de los casos¹⁵⁴ que se analiza es el que se produjo con ocasión de la adquisición de la sociedad *Trenno S.p.A.* por parte de la compañía *San Siro S.p.A.* Era ésta una sociedad de nueva creación recién constituida por *SNAI Servizi S.p.A.*, que había recibido a crédito una cantidad pecuniaria de parte de un grupo de entidades de crédito. Contraída la deuda, *San Siro* adquirió el 67,97% del capital de *Trenno* que, al ser una sociedad cotizada, dio lugar a la necesidad de formulación de una oferta pública de adquisición que, a su vez, permitió que la adquirente alcanzara finalmente el 92,07%.

Producida la transacción descrita, *SNAI Servizi*, matriz del grupo en el que también se integraba la recién creada *San Siro*, transfirió la compañía *SNAI Servizi Spazio Giochi S.p.A.*, que pasó a ser filial de *San Siro*. La nueva filial

¹⁵⁴ Tribunale di Milano, 13 maggio 1999.

de la *newco* representaba la sociedad a través de la que se desarrollaba la actividad empresarial relativa a las apuestas. Por su parte, la sociedad *Trenno* se dedicaba a la gestión de hipódromos. La operación concluiría mediante la fusión entre *San Siro* y *Trenno*, que tendría lugar mediante absorción de la *newco* por parte de la *target* (*reverse merger leveraged buy-out*). Consecuentemente, el repago de la deuda contraída con las diversas entidades financieras por parte de *San Siro* para la adquisición de *Trenno* terminaba por constituir, en último término, un coste para esta última compañía integrándose las obligaciones de retorno pecuniario en el pasivo de su balance. La sociedad supérstite, en último término, habría financiado su propia adquisición, dado que sería la responsable de la devolución del préstamo.

A este respecto, se planteaba, fundamentalmente, la posibilidad de que la sociedad objetivo hubiese dado lugar, precisamente como consecuencia de la fusión, a una vulneración indirecta de la prohibición de asistencia financiera del art. 2358 *Cc*. Se volvía a tomar en consideración, al igual que en el caso *Farmitalia* en sede civil, la idea de la posible existencia de un negocio en fraude de ley (art. 1344 *Cc*). A tal efecto, se entendía que para considerar a la modificación estructural como tal, ésta debía tener como único fin la elusión de la norma sobre auxilio financiero, de lo que se seguía que las transacciones de estas características requerían, en todo caso, un análisis casuístico de los elementos que concurrían en cada ocasión. Tan sólo si había una absoluta ausencia de razones empresariales en la operación que había dado lugar al asunto litigioso se podía entender que verdaderamente la fusión era un negocio en fraude de ley; en caso contrario, tan sólo podía hablarse de una fórmula a través de la cual llevar a cabo una reestructuración empresarial. En el caso de autos, se pretendía unificar bajo el mando de un grupo de sociedades, en el que la matriz era *Trenno* y la filial *SNAI Servizi Spazio*

Giochi la actividad empresarial relativa tanto a la gestión de los hipódromos, como a las apuestas, elementos ambos de una común labor económica conjunta, de la cual podían extraerse beneficios en términos de sinergias y economías de escala. El fundamento, basado en un proyecto industrial¹⁵⁵ y no meramente en la elusión de la norma sobre asistencia financiera, permitió al órgano judicial encargado del asunto –Tribunal de Milán– aceptar la validez de la operación y no considerarla contraria a la interdicción de auxilio financiero¹⁵⁶.

La cuestión, en todo caso, y sin prejuzgar la posible adecuación de considerar la operación de fusión apalancada una contravención de la prohibición del art. 2358 Cc, plantea la ineludible dificultad de determinar la constancia de un proyecto empresarial que la dota de inseguridad jurídica¹⁵⁷. La problemática no es baladí, habida cuenta de que supone entender que el filtro de los *leveraged buy-outs* económicamente inviables ha de ser llevado a cabo por los propios órganos judiciales, con la duda sobre si la consideración de los tribunales sería tendencialmente restrictiva o permisiva¹⁵⁸.

¹⁵⁵ Véase BRUNO, N., “Il leveraged buy out...”, cit., p. 827, quien abunda en la idea de que la fusión apalancada, en el caso de autos, era beneficiosa para la sociedad, de lo que el órgano judicial colige que no se produciría la vulneración de la prohibición de asistencia financiera.

¹⁵⁶ MONTALENTI, P., “Leveraged buyout: una sentenza...”, cit., p. 2107, principal defensor de la teoría según la cual la fusión apalancada constituiría un negocio en fraude a la ley y, consiguientemente, se vería afectada la interdicción del art. 2358 Cc, considera, no obstante, que el requerimiento de un proyecto industrial tan sólo constituirá una cuestión menor fácilmente demostrable; en su opinión, sería más oportuno exigir una suerte de garantía de la solvencia patrimonial o financiera.

¹⁵⁷ Entiende, no obstante, BERTINI, B., “LBO e MBO: problemi operativi e tendenze...”, cit., pp. 1458-1459, que la introducción de una regla casuística por parte de la jurisprudencia pudiera constituir, en el futuro, una forma de dotar de licitud incontrovertida a las fusiones apalancadas.

¹⁵⁸ PICONE, L. G., *Orientamenti giurisprudenziali*, cit., pp. 64 y ss. se muestra especialmente crítico con la decisión judicial. Véase a este respecto, también, el comentario realizado por el mismo autor a una resolución judicial posterior en la que se declara la ilicitud del *merger leveraged buy-out* por vulneración de la prohibición de asistencia financiera: PICONE, L.

3. Implicaciones y significación jurídica

La jurisprudencia de los órganos judiciales italianos en materia de operaciones apalancadas y prohibiciones de autocartera y de asistencia financiera sentó una serie de bases jurídicas que permiten comprender la posterior actuación legislativa en la materia. Conviene detenerse, siquiera brevemente, para llevar a cabo un análisis de la significación que alcanzarían las decisiones jurisprudenciales previamente referidas. La serie de consideraciones en la doctrina italiana, iniciada incluso antes de las sentencias traídas a colación, revelaba un debate profundo sobre la validez de las operaciones apalancadas que culminan en fusión y, en concreto, en relación con la posible vulneración de las prohibiciones aludidas. Si un sector era proclive a una comprensión de los *merger leveraged buy-outs* como transacciones que constituían negocios en fraude de ley por tener el mismo efecto sancionado mediante la prohibición de asistencia financiera¹⁵⁹, otro entendía que la literalidad de la norma impedía la determinación de ilicitud de la misma¹⁶⁰.

G., “Liceità del “merger leveraged buy-out?””, *Le Società*, núm. 6, 2000, pp. 711-723 (resolución judicial también comentada por ACCINNI, G. P., “Operazioni di *leveraged buyout* ed un preteso caso di illiceità penale”, *Riv. Soc.*, núm. 1, 2001, pp. 193-210).

¹⁵⁹ En tal sentido, véase ampliamente la exposición de MONTALENTI, P., *Il Leveraged Buyout*, Milano, Giuffrè, 1991, pp. 89-116, para quien el fraude de ley vendría dado por el coligamiento negocial. La llamada *tesi sostanzialista* partiría, así, de un planteamiento holístico, como ha subrayado BERTINI, B., “LBO e MBO: problemi operativi e tendenze...”, cit., p. 1441. Similares argumentos que MONTALENTI presenta MORELLO, U., “Il problema della frode alla legge rivisitato: (fusioni per prevalenti scopi fiscali, leveraged buy-outs e management buy-outs)”, en AA. VV., *Fusioni, concentrazioni e trasformazioni tra autonomia e controllo*, Giuffrè, Milano, 1990, pp. 17-155.

¹⁶⁰ Véanse, por muchos, PICONE, L. G., *Orientamenti giurisprudenziali*, cit., pp. 82 y ss., así como MORANO, A., “Liceità o illiceità del *leveraged buy-out*?”, *Le Società*, núm. 6,

De las sentencias analizadas, pueden extraerse algunas conclusiones. En primer lugar, la vulneración de las reglas sobre adquisiciones derivativas de la autocartera, que constituyeron el núcleo de la cuestión debatida en sede penal en el caso *Farmitalia*, pueden ser fácilmente evitadas en la medida en que se acojan a las reglas sobre adquisiciones derivativas condicionales. Al tiempo, resulta cuanto menos dudoso que el hecho de que concurra una fusión no pueda tenerse en cuenta a efectos de subsumir la realidad económica en uno de los supuestos de adquisiciones derivativas libres. En tal sentido, el hecho de que la compraventa por parte de la sociedad adquirente –presunta persona interpuesta– tuviera lugar con anterioridad a la modificación estructural no parece ser argumento suficiente para descartar la posibilidad, especialmente si se piensa que la incorporación de las acciones propias al patrimonio de la *target* tiene lugar por efecto de la fusión. De seguir la posición sostenida por el órgano judicial, el supuesto de fusión como adquisición derivativa libre no podría ser aplicado en ningún caso, puesto que si la compañía con la que se fusiona la *target* tiene en su haber títulos representativos del capital social de la sociedad objetivo, será porque previamente los haya comprado.

En segundo lugar, la incidencia que puede tener la prohibición de asistencia financiera se presenta en forma distinta. Si en el caso *Manifattura di Cuorgnè* parece tratarse de una vulneración estricta, esto es, un supuesto de préstamo o transferencia de liquidez efectiva por parte de la *target* a la sociedad adquirente, tanto en el caso *Farmitalia* en sede civil, como en el caso

2000, pp. 885-893; GRANDE STEVENS, F., “*The leveraged buy-out*”, *Dir. Fall.*, núm. 1, 1990, pp. 694-697. Un análisis especialmente exhaustivo de las razones que llevan al rechazo de la teoría del negocio en fraude de ley puede verse en GOMMELLINI, A., “*Le operazioni di leveraged buyout di fronte al diritto italiano delle società (conflitto di interessi tra socio e società, operazioni della società sulle proprie azioni, frode alla legge)*”, *Riv. Dir. Comm.*, núm. 1, 1989, pp. 161-189, particularmente, pp. 175 y ss.

Trenno, se plantea la posibilidad de que concurra el negocio en fraude de ley. En ambos se cuestiona si el hecho de que la fusión tenga el efecto de trasladar el coste de la deuda a la sociedad y, así, garantizar al tercero financiador el repago del crédito concedido, debe entenderse como una suerte de garantía indirecta y, por consiguiente, como una fórmula de asistencia financiera, debe tener efectos invalidatorios¹⁶¹. La respuesta del órgano judicial en el caso *Farmitalia* es negativa y se funda tanto en el argumento de la literalidad de la norma, como en el hecho de que la modificación estructural en cuestión, de por sí, contiene elementos que permiten proveer una adecuada tutela crediticia. En el caso *Trenno*, por el contrario, se planteaba una perspectiva casuística, que tendría en cuenta los elementos de índole empresarial, de manera que se pudiera delimitar la existencia o no de verdadera elusión de la prohibición.

En nuestra opinión, y sin perjuicio de la evidente vulneración de la prohibición que se produce cuando efectivamente se aprecian flujos de líquido entre las sociedades intervinientes (como ocurría en el caso *Manifattura di Cuorgnè*) el problema, en esencia, lo plantea la configuración normativa tanto del art. 2358 Cc, como del art. 23 de la Directiva. A nuestro parecer, la decisión jurisprudencial, particularmente en el caso *Trenno* debía haber sido unívoca desde una perspectiva *de lege lata*. Es decir, si la literalidad de los preceptos considerados, al contrario que la antigua sección 54 de la *Companies Act* de 1948, no establecía regla alguna sobre las garantías indirectas, no parece que una interpretación extensiva del precepto sea posible. Cuestión distinta es que se pretenda incorporar un filtro de las operaciones apalancadas que resulten positivas y las que no, en el sentido

¹⁶¹ Especialmente crítico con este planteamiento es ACCINNI, G. P., “Operazioni di leveraged buyout...”, cit., pp. 207 y ss.

indirectamente propuesto por el informe del *Jenkins Committee*¹⁶². En este sentido, un análisis de tipo casuístico como el que parece establecer el caso *Trenno* resultaría apropiado, pero, evidentemente, siempre que hubiese sido introducido por precepto legal. Ahora bien, la duda que se plantea, a mayor abundamiento, es la de cuál debe ser el elemento a considerar en el análisis *case by case*. De esta manera, la idea del proyecto empresarial subyacente en la operación, que introduce la sentencia aludida, parece ser menos cuantificable y, consecuentemente, menos garante de seguridad jurídica, que el de posibilidad de repago de la deuda en el sentido ya mencionado por el informe de reforma de la legislación societaria inglesa. De esta manera, pocos años después, y sin perjuicio de las alusiones a la *business reason* y a la *business purpose*, que encuentran su origen en *Trenno*, el legislador italiano incorporó la regla del repago de la deuda en la regulación de la fusión apalancada del art. 2501 bis *Cc*.

VI. LA REFORMA DE LA SEGUNDA DIRECTIVA DE SOCIEDADES

Las críticas que se fueron sucediendo, tanto dentro como fuera de los ordenamientos de la Comunidad Económica Europea al presuntamente obsoleto sistema del capital social fueron generando una conciencia en el legislador comunitario de la necesidad de modificar la Directiva 77/91/CEE. Así, en la década de 1990 y en los primeros años del tercer milenio se fue gestando una cierta tendencia de flexibilización legislativa del sistema del capital social que, en cierta forma, afectó a la prohibición de asistencia

¹⁶² El informe prelegislativo inglés había exigido que fuese la Junta General, mediante mayoría cualificada, la que decidiese sobre la concesión de asistencia financiera, lo que, indirectamente, supone realizar una valoración sobre la oportunidad de la operación apalancada.

financiera. Seguidamente traemos a colación una breve referencia al proceso legislativo que dio lugar a la modificación del régimen y, a continuación, al contenido de dicha flexibilización en la reforma operada por la Directiva 2006/68/UE.

1. Las propuestas SLIM, el informe *Winter* y la reforma de la Directiva

En la doctrina societarista, los argumentos críticos con el sistema del capital social habían surgido en la década de 1990¹⁶³ y se habían ido extendiendo en el tiempo, de manera que el legislador europeo se vio conminado, cuanto menos, a plantear posibles modificaciones o fórmulas alternativas de tutela de los acreedores, en ocasiones, a imagen y semejanza de la evolución producida en determinados ordenamientos de *common law* comenzando por los EEUU a partir de la introducción de tests de solvencia con ocasión de la *RMBCA*. Entre las críticas más habituales vertidas en contra del sistema de tutela del capital social, considerado obsoleto, se encontraba, en primer lugar, la ineficacia del mismo, por constituir una obligación a la incorporación de una determinada cantidad de fondos propios sin ninguna relación estricta con las necesidades de liquidez de la compañía en cuestión¹⁶⁴. En tal sentido, el capital social mínimo no se encuentra vinculado

¹⁶³ Véase, entre los precursores, precisamente dentro de la doctrina inglesa, ARMOUR, J., “Share Capital and Creditor Protection...”, cit., pp. 363 y ss.

¹⁶⁴ Ténganse en cuenta, a este respecto, ya con anterioridad, las consideraciones de MONTANARI, A., “Capitale adeguato all’oggetto sociale o “mezzi propri” proporzionali alle dimensioni? (In margine alla riforma della legge generale sulle società della California)”, *Riv. Soc.*, núm. 2, 1980, pp. 571-578, donde el autor planteaba la necesidad de evitar situaciones de infracapitalización no tanto desde un punto de vista del capital social, sino teniendo en cuenta la totalidad de los fondos propios. Véase también, sobre el particular, HACKNEY, W. P./ BENSON, T. G., “Shareholder liability for inadequate capital”, *U. Pitt. L. Rev.*, núm. 43, 1981-1982, pp. 837-901.

ni a evoluciones de índices de precios ni a modificaciones en el tamaño de la sociedad de cuyos fondos propios forme parte. A mayor abundamiento, en la determinación del capital social obligatorio tan sólo ha jugado, en algunos ordenamientos, el criterio tipológico, en la medida en que la exigencia de este instituto se ha extendido, en sistemas legales como el alemán, el italiano o el español, y más allá del criterio comunitario, a las sociedades de responsabilidad limitada¹⁶⁵. En tales casos, la distinción entre cuantías de capital social obligatorio ha venido teniendo lugar según el tipo de compañía, presuponiendo, con mayor o menor acierto, que aquellas actividades empresariales desarrolladas por sociedades de responsabilidad limitada tendrían una envergadura menor que las que aquéllas para las que se hiciera uso de sociedades anónimas. La diferencia no se establecía estrictamente sobre la base de la caracterización de la actividad empresarial o del tamaño de la sociedad, sino a través de una concepción previa que establecía una relación entre tipología y tamaño.

Dicha rigidez y falta de adecuación –se ha entendido– es la razón que le hace pecar por partida doble. En primer lugar, por defecto, en la medida en que no resuelve *ex ante* posibles problemas de infracapitalización¹⁶⁶ –nominal

¹⁶⁵ A título ejemplificativo, en el ordenamiento español, el capital social en la sociedad anónima es de 60.000 euros, mientras que en la sociedad de responsabilidad limitada es de 3.000 (art. 4 TRLSC). La diferencia en el caso alemán, por el contrario, es mayor, de tal suerte que en la AG es de 50.000 (§ 7 AktG), mientras que, en la GmbH, es de 25.000 euros (§ 5 GmbHG). Han sostenido ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A./ BELTRÁN SÁNCHEZ, E., “El capital social mínimo. Consideraciones de política y de técnica legislativas”, *RDM*, núms. 187-188, 1988, pp. 149-174, que la cifra de capital mínimo en la sociedad anónima no tendría verdaderamente una razón de garantía, sino que estaría destinada a evitar la “*inercia en favor*” del aludido tipo social (pp. 152-153). En el mismo sentido, ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., “La sociedad anónima como problema”, *RDM*, núms. 187-188, 1988, pp. 7-34, particularmente, p. 21. Sobre la irrelevancia del capital social mínimo en la sociedad de responsabilidad limitada en España, véase MERKT, H., “Der Kapitalschutz in Europa – ein rocher bronze?”, *ZGR*, vol. 33, núms. 3-4, pp. 305-325, concretamente, p. 317.

¹⁶⁶ Véase ampliamente, sobre los casos en los que no se produce adecuación entre capital y activos –infracapitalización nominal– y capital y riesgo –infracapitalización material–, el

o material—, esto es, de relación entre el monto del capital y, bien los activos en los que se invierte, bien el riesgo propio de la actividad de la compañía¹⁶⁷. En segundo lugar, por exceso, dado que, en ocasiones, puede suponer una barrera de entrada a una determinada actividad en caso de desear constituirse como sociedad anónima si los socios no disponen en el momento inicial de la cuantía necesaria de capital¹⁶⁸.

A mayor abundamiento, los críticos han entendido que el capital social puede ser fácilmente sustituido por fórmulas contractuales que garanticen la tutela de los acreedores¹⁶⁹. El planteamiento, con todo, encontraba el escollo de los acreedores extracontractuales o involuntarios¹⁷⁰, que se beneficiaban, pese a los elementos de parcial ineficacia e ineficiencia del capital social¹⁷¹, de la tutela del mismo. Se argumentaba, pese a ello, que la cifra, como se decía, no siempre permitía una protección frente a un nivel de riesgo, cuando éste era superior. Además, se indicaba que determinadas cláusulas contractuales (*covenants*) establecidas por los acreedores por las que se

clásico trabajo de PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., “Sobre la infracapitalización de las sociedades”, *ADC*, vol. 36, núm. 4, 1983, pp. 1587-1639.

¹⁶⁷ Riesgo que se desplaza a los acreedores, como indica BAYONA GIMÉNEZ, R., “Una aproximación al problema de la infracapitalización a la luz de la necesaria revisión de las funciones del capital en las sociedades anónimas”, *CDC*, núm. 20, 1996, pp. 147-212, especialmente, pp. 182 y ss.

¹⁶⁸ En este sentido, ARMOUR, J., “Legal Capital: An Outdated Concept?” EIDENMÜLLER, H./ SCHÖN, W., *The Law and Economics of Creditor Protection. A Transatlantic Perspective*, The Hague, T.M.C. Asser Press, 2008, pp. 3-25, en concreto, pp. 15-16.

¹⁶⁹ Así, por muchos, ENRIQUES, L./ MACEY, J., “Creditors versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules”, *Cornell L. Rev.*, núm. 86, 2000-2001, pp. 1165-1204, particularmente, p. 1172.

¹⁷⁰ Véase EASTERBROOK, F. H./ FISCHER, D. R., “Limited Liability and the Corporation”, *U. Chi. L. Rev.*, núm. 52, 1985, pp. 89-117, concretamente, pp. 104 y ss. Entre los europeos, MÜLBERT, P. O./ BIRKE, M., “Legal Capital – Is There a Case against the European Legal Capital Rules?”, *EBOR*, núm. 3, 2002, pp. 695-732, concretamente, pp. 714-715.

¹⁷¹ Una constatación de la misma puede verse en SCHÖN, W., “The Future of Legal Capital”, *EBOR*, núm. 5, 2004, pp. 429-448, en concreto, p. 437.

impidiesen salidas de líquido más allá de determinados niveles previamente estipulados, indirectamente, constituían una fórmula de tutela de los acreedores¹⁷². Sin embargo, este último argumento puede resultar cuanto menos ingenuo, en la medida en que no tiene en cuenta la posible existencia de un nivel de riesgo mayor y no contempla que los acreedores contractuales puedan establecer garantías reales que, en caso de situaciones de insolvencia y consiguiente proceso concursal, tan sólo beneficien a quienes las exigieron. A ello se añade, como contraargumento a la crítica, que incluso en el terreno de los acreedores contractuales, existirán situaciones de monoposonio¹⁷³ en las que la capacidad negociadora de las contrapartes de la sociedad se encuentre muy reducida¹⁷⁴, lo que impide una afirmación categórica sobre la posibilidad de limitar contractualmente actuaciones oportunistas por parte de la sociedad, que puedan dar lugar a su despatrimonialización^{175 y 176}.

¹⁷² En contra, ampliamente, DENOZZA, F., “A che serve il capitale? (Piccole glosse a L. Enriques-J. R. Macey, *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*)”, *Giur. Comm.*, núm. 1, 2002, pp. 585-600, en concreto, pp. 593 y ss. Véase igualmente la dúplica de ENRIQUES, L., “Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza”, *Giur. Comm.*, núm. 1, 2005, pp. 607-629, particularmente, pp. 618-619.

¹⁷³ Para un análisis del monoposonio como estructura de mercado, véase PINDYCK, R. S./RUBINFELD, D. L., *Microeconomics*, 5th Edition, New Jersey, Prentice Hall, 2000, p. 355 y ss.

¹⁷⁴ Piénsese en los acreedores por deudas comerciales a los que hace referencia ARMOUR, J., “Legal Capital...”, cit., p. 18.

¹⁷⁵ Un problema añadido es el de la llamada *path dependence*, esto es, la resistencia a un cambio normativo como el que se pretende. En términos amplios, véase BEBCHUK, L. A./ROE, M. J., “A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance”, *Stan. L. Rev.*, núm. 52, 1999-2000, pp. 127-170, en concreto, en relación con la llamada “*rule-driven path dependence*” (pp. 153 y ss.). En relación con la problemática del capital social, téngase en cuenta KUHNER, Ch., “Zur Zukunft der Kapitalerhaltung durch bilanzielle Ausschüttungssperren im Gesellschaftsrecht der Staaten Europas”, *ZGR*, vol. 34, núm. 6, 2005, pp. 753-787, concretamente, pp. 781-783.

¹⁷⁶ Dentro de los defensores de la existencia del sistema tradicional de normas imperativas se encuentra, entre nosotros, ALONSO LEDESMA, C., “Algunas reflexiones sobre la función (la utilidad) del capital social como técnica de protección de los acreedores”, en AA.VV., *Estudios de Derecho de sociedades y Derecho concursal: libro homenaje al profesor Rafael*

Sin perjuicio de lo anterior, lo cierto es que los argumentos sobre la ineficacia y la ineficiencia del capital social y, en general, del sistema configurado en torno al mismo, tuvieron cierto calado al inicio del nuevo siglo. A tal efecto, fueron diversas las iniciativas desarrolladas en clave europea, entre las que destacan, fundamentalmente, las propuestas SLIM¹⁷⁷ (*Simpler Legislation for the Internal Market*) y el informe Winter¹⁷⁸. En ambos documentos, elaborados por sendos grupos de expertos, se establecieron reglas particulares relativas al régimen de la prohibición de asistencia financiera. En términos generales, se entendía que el control absoluto de carácter *ex ante* no constituía una fórmula adecuada, en la medida en que, si determinadas operaciones (notablemente los *leveraged buy-outs*) caían en el ámbito de aplicación de la interdicción, no podía llevarse a cabo una valoración comparativa de las ventajas e inconvenientes económicos de la misma. En cierto sentido, se advertían las razones originariamente traídas a colación en el informe del *Jenkins Committee*.

En la quinta propuesta SLIM, que versaba sobre la prohibición de asistencia financiera y planteaba una posible modificación del art. 23 de la Segunda Directiva¹⁷⁹, se barajaban dos posibilidades¹⁸⁰. La primera de ellas

García Villaverde, vol. I, Madrid, Marcial Pons, 2007, pp. 127-158, particularmente, pp. 146-149.

¹⁷⁷ Una exposición pormenorizada de las propuestas SLIM puede verse en BALDAMUS, E-A, *Reform der Kapitalrichtlinie*, Köln, Carl Heymann, 2002.

¹⁷⁸ Véanse las consideraciones de uno de los miembros del grupo de trabajo, GARRIDO GARCÍA, J. M., “El Informe Winter y el gobierno societario en la Unión Europea”, *RdS*, núm. 20, 2003, pp. 111-133, así como la propuesta, mucho más radical, de otro de ellos (RICKFORD, J. (Ed.), “Reforming Capital. Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance”, *EBLR*, núm. 15, 2004, pp. 919-1027).

¹⁷⁹ Se plantean MÜLBERT, P. O./ BIRKE, M., “Legal Capital – Is There a Case...”, cit., pp. 707-708, en general, si la prohibición de asistencia financiera tiene verdaderamente una razón de ser (pregunta contenida en la nota 52).

¹⁸⁰ Ampliamente, BALDAMUS, E-A., *Reform*, cit., pp. 192 y ss.

tenía que ver con la posibilidad de salida de líquido de la sociedad como consecuencia de una actuación que constituyese algún tipo de auxilio financiero siempre y cuando los fondos utilizados fuesen recursos libres del patrimonio neto. La segunda suponía la aplicación de la interdicción tan sólo a las suscripciones de acciones, esto es, a la financiación de adquisiciones originarias. Esta última supone quizá una postura mucho más liberalizadora, que, en cierto modo, daba lugar a una eliminación completa de la interdicción, habida cuenta de que estaba pensada, a salvo la particular referencia a la suscripción en algún ordenamiento, para la asistencia a adquisiciones derivativas. Por el contrario, la posibilidad de restringir las salidas de líquido con el fin analizado hasta un determinado punto tiene que ver, por un lado, con el aludido planteamiento del documento prelegislativo inglés, y, por otro, de manera indirecta, con la configuración de los tests de solvencia, habida cuenta de que exige, al menos, un test de balance¹⁸¹, es decir, una consideración de aquella parte del patrimonio neto que excede del capital social y las reservas obligatorias.

Por su parte, el informe *Winter* incorporaba en su Capítulo IV toda una serie de medidas relativas al sistema del capital social y, por lo que aquí respecta, planteaba un debate en torno a la cuestión sobre la prohibición de asistencia financiera. En concreto, de las posibilidades planteadas, que versaban, por un lado, sobre la flexibilización de determinadas instituciones propias de Derecho de la UE, tal y como se había propuesto en las SLIM, por otro, la introducción de instituciones propias del Derecho anglosajón, y, finalmente, la opción por la eliminación del capital social, se decidió realizar una transición en dos fases. Se abogaba, así, por una flexibilización de la prohibición de asistencia financiera en un primer momento para, con

¹⁸¹ Véase Capítulo V.IV.2

posterioridad, proceder a la introducción de tests de solvencia que, en cierto modo, unificarían el régimen de salidas de líquido de la sociedad.

Finalmente, la Directiva 2006/68/UE incorporó las reglas flexibilizadoras de la prohibición de asistencia financiera¹⁸², estableciendo una formulación que permitía a los Estados Miembros adoptar modificaciones legislativas tendientes a la relajación de la interdicción¹⁸³. Con posterioridad, la Directiva 2012/30/UE ha refundido la Directiva 77/91/CEE, que había sido enmendada por la antedicha, reconfigurando el texto modificado. Procede analizar, así, cuál ha sido la línea de actuación del legislador de la UE a partir de las indicaciones realizadas y cómo es la estructura de la institución que desde antaño había afectado a las operaciones apalancadas.

2. Las Directivas 2006/68/UE y 2012/30/UE

El planteamiento del informe *Winter* fue incorporado, con mayor o menor mimetismo, en la Directiva 2006/68/UE¹⁸⁴, que modificó, en materia de asistencia financiera, el art. 23 de la Directiva 77/91/CEE¹⁸⁵. Con

¹⁸² WYMEERSCH, E., “Article 23 of the second company law directive: the prohibition on financial assistance to acquire shares of the company”, en BASEDOW, J./ HOPT, K. J./ KÖTZ, H. (Hrsg.), *Festschrift für Ulrich Drobnig zum siebzigsten Geburtstag*, Tübingen, Mohr Siebeck, 1999, pp. 725-747 resultó especialmente crítico con el régimen anterior, de tal suerte que, entre sus propuestas *de lege ferenda*, se plantea la práctica abolición de la prohibición de asistencia financiera (pp. 741 y ss.).

¹⁸³ Véase ampliamente, el análisis de BROSIUS, J., *Die finanzielle Unterstützung des Erwerbs eigener Aktien. § 71a AktG im Gesamtgefüge des Kapitalerhaltsrechts*, Köln, Carl Heymann, 2011, pp. 253 y ss.

¹⁸⁴ Véase, entre nosotros, ALONSO LEDESMA, C., “Propuesta de modificación de la segunda Directiva de Sociedades relativa a la Constitución de la Sociedad Anónima y al mantenimiento y modificación de su capital”, *RdS*, núm. 24, 2005, pp. 511-526.

¹⁸⁵ Tanto es así que WESTERMANN, H. P., “Kapitalschutz als Gestaltungsmöglichkeit”, *ZHR*, núm. 172, 2008, pp. 144-169 ha entendido que, como consecuencia de la reforma que se había llevado a cabo, las operaciones apalancadas analizadas no se encontrarían sometidas a interdicción alguna, sino que su viabilidad quedaría permitida siempre que cumpliera determinadas condiciones (p. 162).

posterioridad, y sin que se hubiese producido avance alguno en el anunciado proceso de sustitución progresiva del sistema del capital social, se procedió a una refundición del texto normativo en la nueva Directiva 2012/30/UE, en cuyo art. 25 se encuentra, en la actualidad, la regla correspondiente al auxilio financiero. En su apartado primero se establece que, en caso de que los Estados Miembros decidan optar por la modificación de la disciplina, la norma nacional deberá ajustarse a determinados requisitos incluidos en los apartados segundo a quinto del mencionado art. 25. Éstos contienen una serie de cautelas o límites a la permisividad que siguen planteamientos europeos, pero que en último término tienen su origen en el informe del *Jenkins Committee* y que tienen que ver con la actuación que se exige a los órganos de la sociedad y a los límites económicos en términos relacionados con las condiciones de mercado y el test de balance. Por lo demás, los apartados sexto y séptimo siguen conteniendo las tradicionales excepciones aplicables a las operaciones llevadas a cabo por parte de entidades de crédito, aquellas otras en las que la compañía afectada hubiese financiado la adquisición de sus acciones por terceros y, finalmente, aquéllas en las que intervengan sociedades de inversión de capital fijo.

2.1. *Los administradores*

Los administradores pasan a tener una posición muy determinante en la actuación que delimita el art. 25 del nuevo texto normativo de la UE. El hecho de que el núcleo del sistema reformado y, en concreto, los apartados segundo y tercero del aludido precepto, tengan que ver con una serie de deberes para los gestores, responde a una voluntad de tutelar aquellos riesgos de corte organizativo propios de las operaciones que den lugar a supuestos de asistencia financiera. Da la impresión de que el legislador europeo toma en

consideración, si no de manera preeminente, sí al menos similar, los riesgos de tipo organizativo frente a los de carácter patrimonial. Al configurar, además, a los administradores como centro de imputación de responsabilidad de posibles situaciones en las que se hubiese incumplido la regla de las condiciones de mercado en la concesión de la asistencia financiera, parece evidente que la norma tiene como fines simultáneos, tanto evitar cualquier situación de insolvencia o descapitalización, como desincentivar potenciales abusos de los administradores¹⁸⁶.

El planteamiento, que se encuentra en íntima conexión con la fórmula elegida para el tratamiento de las fusiones apalancadas en los ordenamientos italiano y español en las reformas operadas en 2003 y 2009 respectivamente, establece como elementos fundamentales de la disciplina el informe¹⁸⁷ y la responsabilidad de los administradores. El primero consiste en un documento que los gestores deben presentar a la Junta General para que ésta decida sobre la posible concesión de asistencia e incorpora determinadas operaciones relacionadas con las implicaciones para la sociedad en términos de liquidez. El segundo, por el contrario, se encuentra íntimamente relacionado con las condiciones de mercado en que se debe conceder la asistencia en cuestión.

¹⁸⁶ Indicaban SANTELLA, P./ TURRINI, R., “Capital Maintenance in the EU: Is the Second Company Law Directive Really That Restrictive?”, *EBOR*, núm. 9, 2008, pp. 427-461, que los problemas derivados de la actuación de los administradores podían ser paliados con el recurso a instituciones generales del Derecho de Sociedades, como los conflictos de interés o determinados deberes (p. 448).

¹⁸⁷ Entre nosotros, LÓPEZ MATEO, M. A., “Asistencia financiera: análisis y crítica del Derecho vigente. Ley 3/2009. (I)”, *RDM*, núm. 272, 2009, pp. 541-618 se posiciona ante esta mayor exigencia de información como elemento a partir del cual se configura la flexibilización de la prohibición de asistencia financiera de manera “*moderadamente positiva*” (p. 595).

A) *El informe*

El apartado tercero del art. 25 de la Directiva 2012/30/UE establece en su primer inciso que la aprobación de la decisión relativa a la posibilidad de conceder asistencia financiera con el fin de adquirir acciones propias será competencia de la Junta General. A renglón seguido advierte el precepto en su segundo inciso que los administradores deberán elaborar un documento a presentar al órgano supremo de la compañía en el que se incorpore una serie de informaciones para que la Junta General pueda decidir sobre la operación a llevar a cabo. El informe, en concreto, debe contener dos tipos de alusiones diferenciadas, como son, de un lado, aquéllas que tienen que ver con la política empresarial de la sociedad, y, de otro, las relativas a todos los aspectos vinculados con la propia operación de concesión de financiación. Si las primeras exigen una referencia a los motivos de la operación y el interés que ésta puede tener para la sociedad, las segundas, por el contrario, requieren poner de manifiesto sus condiciones, así como las posibles implicaciones en términos de riesgo, precio de los títulos enajenados y solvencia de la sociedad concedente¹⁸⁸.

Tomando en consideración los primeros elementos mencionados, parece poder inferirse una cierta alusión vedada a las operaciones apalancadas. Es una realidad que la concesión de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias *per se* no tiene una razón de ser –excepción hecha de los supuestos fraudulentos de abuso de los administradores– que vaya más allá

¹⁸⁸ La función del informe de los administradores sería, esencialmente, la provisión de una mayor transparencia y la de garantizar una decisión adecuada por parte de la Junta General. Véase así, BROSIUS, J., *Die finanzielle Unterstützung des Erwerbs eigener Aktien*, cit., p. 275.

de los casos de asistencia a los trabajadores, que de por sí se encuentran excepcionadas. Parece que los supuestos en los que mayoritariamente exista una verdadera motivación empresarial serán los de operaciones apalancadas, en los que sí que se puede valorar o sopesar las ventajas o inconvenientes que en aquélla concurren¹⁸⁹. Da la impresión de que, indirectamente, se pretende que la Junta General tome en consideración si resulta oportuno conceder asistencia financiera en caso de que haya motivos que verdaderamente lo aconsejen. Lo cierto es, en todo caso, que la mayor o menor relevancia de los motivos será tenida en cuenta por la Junta General, por lo que, pese a que parezca el supuesto fáctico más habitual, no necesariamente deberá tratarse de una operación apalancada¹⁹⁰. Más allá, desde la perspectiva de la concepción de la asistencia financiera contenida en el texto normativo de la UE (apartado primero del art. 25), resultaría complicado integrar a las fusiones apalancadas por el efecto producido por la modificación estructural. Dicha punto de vista, lógico en el ordenamiento español, habida cuenta de la cláusula general que ha incorporado la disciplina sobre prohibición de asistencia financiera, a imagen y semejanza de los históricos preceptos ingleses, resulta más complicado de aceptar en la norma de la UE. En este sentido, tan sólo el planteamiento del negocio en fraude de ley, cuestionado entre la jurisprudencia y doctrina italianas, podría tener cierta relevancia. En todo caso, la cuestión sí que podría apreciarse en operaciones apalancadas en

¹⁸⁹ Se trata, consecuentemente, de un análisis casuístico, como ha planteado STRAMPELLI, G., “Rendering (Once More) the Financial Assistance Regime More Flexible”, *ECFR*, vol. 9, núm. 4, 2012, pp. 530-570, en concreto, pp. 546 y ss.

¹⁹⁰ De hecho, en la doctrina, el análisis parece haberse dirigido esencialmente a este tipo de transacciones. Véase, a modo de ejemplo, FREITAG, R., ““Financial Assistance” durch die Aktiengesellschaft nach der Reform der Kapitalrichtlinie – (k)ein Freifahrtschein für LBOs?”, *AG*, núm. 5, 2007, pp. 157-165, para quien la reforma resultaría excesivamente tediosa a los efectos de otorgar licitud a las operaciones apalancadas.

las que la asistencia financiera prohibida no tuviera lugar como consecuencia de una fusión.

Por lo que se refiere al segundo grupo de elementos del informe, se exige, en primer término, la indicación sobre las condiciones en las que la sociedad interviene, lo que supone reiterar lo anunciado en el apartado segundo del mismo precepto. Se advierte, en tal sentido, de que la operación por la que se conceda asistencia financiera para la adquisición de acciones propias deberá ser llevada a cabo en condiciones de mercado justas¹⁹¹, con el fin de evitar abusos que den lugar a situaciones de despatrimonialización. El planteamiento parece responder a dos supuestos diferenciados. De un lado, a aquéllos que consistan en verdaderos abusos por parte de los administradores, que concedan créditos a terceros con los que se encuentren en connivencia a tipos de interés o con otro tipo de condiciones que resultan desfavorables para la compañía. De otro, a los casos de grupo en los que la sociedad dominante reciba de la dominada la oportuna financiación para la compraventa de títulos de la segunda. La mayor o menor benevolencia para con el asistido en lo que a las aludidas condiciones se refiere viene también referido, mal que sólo a título informativo y no con la reiteración mencionada, al precio de los títulos, contenido en la letra e) del segundo inciso del apartado tercero del precepto, *in fine*.

También se exige una referencia a los riesgos que la operación en cuestión pueda tener para la liquidez y su impacto en términos de solvencia¹⁹² de la

¹⁹¹ Véase sobre el particular SCHMOLKE, K. U., “Finanzielle Unterstützung des derivativen Aktienerwerbs – Gläubiger und Aktionärschutz nach der geplanten Änderung der Kapitalrichtlinie”, *WM*, núm. 39, 2005, pp. 1828-1837, concretamente, p. 1833.

¹⁹² Véanse las consideraciones de FERRAN, E., “The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union”, *ECFR*, vol. 3, núm. 2, 2006, pp. 178-221, particularmente, a partir de la p. 217.

compañía asistente¹⁹³. La regla, que busca la tutela de los acreedores a través de la garantía del repago del crédito concedido a terceros, establece un requisito de análisis de la solvencia¹⁹⁴ que pudiera ser interpretada como un test de liquidez que, no obstante, se encontraría muy matizado, particularmente si se tiene en cuenta que en los propios textos prelegislativos se había puesto de manifiesto que la incorporación de tests de solvencia sería progresiva. Como se colige de la lectura de la Directiva en su integridad y, en particular, desde las modificaciones operadas en 2006, la introducción de una institución como la aludida no se concibe como una sustitución del sistema del capital social, sino que tan sólo surge como fórmula complementaria o vinculada a alguno y no a todos de los elementos contenidos en la norma europea.

Como también ocurre con la exigencia de un informe de los administradores, la configuración normativa aparece en las reglas específicas sobre obligaciones informativas en las fusiones apalancadas en los ordenamientos español e italiano. Lo que se plantea en las disciplinas nacionales es la posibilidad de que una sociedad resultante de la fusión pueda hacer frente no sólo al endeudamiento contraído con ocasión de la operación, sino también a aquellas otras obligaciones pecuniarias a las que estuviera obligada con anterioridad. Por el contrario, en la Directiva se hace referencia

¹⁹³ SCHMOLKE, K. U., “Finanzielle Unterstützung des derivative Aktienerwerbs...”, cit., p. 1833-1834 abunda en la cuestión y advierte de la introducción de este tipo de análisis de *cash flow* futuro también en los ordenamientos nacionales, notablemente, en el alemán. Véase a este respecto, desde un punto de vista conceptual, SPINDLER, G., “Prognosen im Gesellschaftsrecht”, *AG*, núm. 19, 2006, pp. 677-689, particularmente, p. 687. Entre nosotros, VELASCO SAN PEDRO, L., “La reforma de la asistencia financiera en Europa”, en AA.VV., *Estudios de derecho de sociedades y derecho concursal: libro homenaje al profesor Rafael García Villaverde*, vol. III, Madrid, Marcial Pons, 2007, pp. 1655-1682, concretamente, pp. 1677-1679.

¹⁹⁴ BROSIUS, J., *Die finanzielle Unterstützung des Erwerbs eigener Aktien*, cit., pp. 268-269.

a la solvencia en términos generales, lo que tiene que ver también con las posibilidades de repago existentes del crédito del que la propia sociedad asistente es acreedora. El problema, así, se deriva de la iliquidez generada como consecuencia de una salida patrimonial de la sociedad y no de las necesidades de liquidez que puedan generarle dificultades en el futuro en punto al abono de las deudas contraídas. El planteamiento es muy similar a la situación que se produce en una fusión apalancada, puesto que, en último término, lo que se persigue es evitar la insolvencia de la sociedad en el futuro (sea ésta asistente, sea resultante) y para ello se exige la determinación de las posibilidades de repago¹⁹⁵. A ello se añade una particularidad distintiva, como es la exigencia de valorar el riesgo que supone la operación desde el punto de vista del sujeto asistido, lo que no aparece como contenido estricto del informe de los administradores del apartado tercero del art. 25, pero puede inferirse de la letra d) si se pone en relación con el segundo inciso del apartado segundo, que contiene una alusión explícita.

Las similitudes con los preceptos reguladores de la fusión apalancada en los ordenamientos español e italiano pueden tener su razón de ser en el hecho de constituir una parcial trasposición limitada y configurada tan sólo como excepción a la regla general sobre prohibición de asistencia financiera, como parece ser el caso en nuestro sistema legale. Sin embargo, puede constituir, también, una generalización a la totalidad de supuestos que seguiría la línea establecida por el precepto italiano en la reforma de 2003, que, en último término, tiene su antecedente en las indicaciones del informe del *Jenkins Committee*.

¹⁹⁵ Véase OECHSLER, J., “Änderung der Kapitalrichtlinie und der Rückerwerb eigener Aktien”, *ZHR*, núm. 170, 2006, pp. 72-89, concretamente, pp. 87-88.

B) *La responsabilidad*

El segundo elemento característico del sistema establecido en la reforma de la Segunda Directiva y que define la actuación de los gestores de la compañía en los supuestos de asistencia financiera permitida lo constituye la posible responsabilidad que les es exigible. Se trata de una alusión explícita a la misma en el apartado segundo del consabido art. 25. Advierte éste de que las operaciones tendrán lugar siempre bajo la responsabilidad de los administradores¹⁹⁶, a lo que se añade, como se ha apuntado previamente, que deberán realizarse en condiciones de mercado. No parece que deba entenderse que sólo la actuación que no cumpla con los requisitos de ajuste al mercado desencadenará la correspondiente responsabilidad, sino que, con independencia de que sea la Junta General la que finalmente autorice la concesión de asistencia financiera, serán los administradores quienes, en su caso, deban reparar el daño causado. Dicho daño podrá tener su origen en actuaciones de lo más dispar y que, hasta cierto punto, conectarán con los requisitos establecidos en los apartados segundo y tercero del precepto analizado.

En tal sentido, parece evidente que si se produce un daño que deba ser resarcido y la operación no se ha realizado en condiciones de mercado, tal y como se exige (independientemente de las posibles consecuencias en términos de invalidez), se imputará una responsabilidad a los administradores de la compañía asistente. Sin embargo, no parece lógico entender que el

¹⁹⁶ Véase a tal efecto FERRAN, E., “Simplification of European Company Law...”, cit., p. 95.

supuesto principal o primordial que dé lugar a la activación del remedio indemnizatorio sea el no cumplimiento con el requisito de las condiciones de mercado, sino que puede haber otros. En particular el incumplimiento o la falsedad en la inclusión de determinada información en el consabido documento a presentar a la Junta General podrán entenderse como tal, en la medida en que la consecuencia será una decisión por parte el órgano deliberante que no se encontrará lo suficientemente informada¹⁹⁷. Es más, precisamente la expresión “*bajo la responsabilidad*”¹⁹⁸ de los administradores supone que una decisión favorable de la Junta General no da lugar a una convalidación de la actuación y consiguiente exoneración de responsabilidad. Ésta, por el contrario, puede fundarse tanto en la contravención de normas, como en la vulneración de deberes, especialmente, de lealtad. No obstante, es una realidad que la relevancia de los diferentes contenidos del informe no será la misma, sino que encontrarán preeminencia las cuestiones directamente relacionadas con la operación y con las implicaciones que en términos de liquidez puedan tener para la sociedad, siendo los motivos (*business reason* y *business purpose*) de menor importancia.

¹⁹⁷ Entiende BROSIUS, J., *Die finanzielle Unterstützung des Erwerbs eigener Aktien*, cit., p. 276, que parece adecuado el establecimiento de una responsabilidad relativamente amplia para los administradores.

¹⁹⁸ Argumenta en el mismo sentido SCHMOLKE, K. U., “Finanzielle Unterstützung des derivative Aktienerwerbs...”, cit., p. 1834, quien establece el engarce de la responsabilidad del órgano de administración en la expresión indicada. En tal sentido, la versión española de la Directiva resulta más clarividente habida cuenta de que, si en la terminología alemana, se habla de “*Verantwortung*”, de un lado, y “*Haftung*”, de otro, en lengua castellana se utiliza el sustantivo “*responsabilidad*” en todo caso. Véase entre nosotros, VELASCO SAN PEDRO, L., “La reforma de la asistencia financiera...”, cit., pp. 1672-1673.

2.2. *Las condiciones de mercado: el principio arm's length*

Como se ha hecho alusión, el apartado segundo del art. 25 de la Directiva 2012/30/UE exige que la operación de asistencia financiera se lleve a cabo en condiciones de mercado para que resulte permitida¹⁹⁹. El concepto utilizado en el precepto, que, se establece pensando tanto en posibles situaciones de abuso de administradores, como para casos de grupos de sociedades o, al menos, de dependencia, que se dan con cierta asiduidad en este tipo de transacciones, particularmente si se trata de operaciones apalancadas. La regla, en todo caso, constituye un lugar común entre las normas jurídico-privadas (*arm's length*) de los diversos ordenamientos, en la medida en que se configura como un elemento de control de las situaciones en que puedan producirse conflictos de interés. Se trata, en último término, de evitar que los elementos del negocio jurídico que pacten las partes sean irrazonablemente favorables a una de ellas, para lo que se exige que se aproximen a las que se habrían establecido en condiciones normales de mercado.

El supuesto de asistencia financiera permitida regulado en la Directiva se plasma en un doble sentido, que tiene que ver, tanto con los elementos del negocio de financiación o crédito que la sociedad celebra con el tercero que pretende destinar los fondos a la adquisición de los títulos, como con los del contrato de adquisición. Tradicionalmente se ha entendido que la prohibición de asistencia financiera afectaba tan sólo al negocio de financiación, que es aquél por el cual efectivamente se asiste a la compraventa de acciones. Sin

¹⁹⁹ Véase FREITAG, R., ““Financial Assistance” durch die Aktiengesellschaft...”, cit., p. 160, quien alude a la aplicación de la regla a la propia concesión del crédito, como parece poder ser inferido directamente del primer inciso del apartado segundo del precepto.

embargo, en el planteamiento flexibilizado de la reforma, a la hora de establecer los correspondientes controles de la actuación de los administradores, se incorpora una regla doble para evitar que los límites sean soslayados. Así, en primer lugar, si la sociedad concede un préstamo o un anticipo, el tipo de interés o las garantías personales o reales exigidas a la contraparte para la entrega del líquido deberán ser acordes con las circunstancias del momento en el mercado crediticio y con la capacidad de repago o solvencia del tercero.

La problemática económica que surge, con todo, es la posibilidad de que el negocio de financiación cumpla con los requisitos aludidos, pero que, por el contrario, se reduzca artificialmente el precio de las acciones, de manera que, en último término, el doble negocio resulte menos oneroso para el tercero que lo que el mercado exigiría. La probabilidad de que se produzcan situaciones fraudulentas en relación con la compraventa de títulos es menor que en lo que en el caso del negocio de financiación, puesto que la mayoría de las acciones se encontrarán en poder de socios y no en autocartera – supuesto particular con consecuencias específicas regulado en el apartado quinto del precepto–, cuya voluntad no puede ser condicionada directamente por los administradores. Es por ello que en la Directiva tan sólo se establece una mínima referencia en la letra e) del segundo inciso del apartado tercero del art. 25, que exige que, en el informe preparado por los encargados de la gestión de la compañía, se deberá indicar el precio que el tercero pagará por las acciones²⁰⁰. La regla supone la incorporación de una exigencia informativa relativa a un negocio que no es aquél respecto del cual se incrementa la permisividad. En todo caso, la norma resulta en este punto

²⁰⁰ FREITAG, R., ““Financial Assistance” durch die Aktiengesellschaft...”, cit., p. 160, por su parte, entiende que la indicación respecto del precio no tendría justificación alguna.

asimétrica, en la medida en que, si la necesidad de contratar en condiciones de mercado se configura como verdadera obligación de resultado, la relativa al precio es tan sólo informativa, no requiriéndose un precio justo a tal efecto. En este sentido, la indicación debe servir a la Junta General para la mejor formación de su voluntad, de manera que pueda inferir, en su caso, el posible deseo de evitar la obligación legal de conceder asistencia financiera en condiciones de mercado.

2.3. La adopción por la Junta General

Dentro de la configuración del art. 25 de la Directiva, el primer inciso de su apartado tercero establece la necesidad de que sea la Junta General la que apruebe la decisión, previamente tomada e informada por parte de los administradores, de conceder asistencia financiera²⁰¹. La fórmula normativa opta por realizar una clara delimitación de la competencia en esta concreta materia, advirtiendo que será del órgano supremo de la compañía, lo que no debe entenderse como una contradicción con la mayor regulación de la labor que corresponde en este punto al órgano de administración, sino como elemento que sirve para su fundamentación. Uno de los objetivos primordiales de la norma, como se ha dicho, es evitar los supuestos de abuso de los administradores, lo que, precisamente, se logra no sólo a través de la responsabilidad y la obligación de información, sino, además, mediante el desplazamiento de la decisión final a un órgano diferente²⁰².

²⁰¹ Véase sobre la cuestión STRAMPELLI, G., “Rendering (Once More)...”, cit., pp. 543 y ss.

²⁰² A mayor abundamiento, la integración de la fórmula para legitimar la concesión de asistencia financiera supone la incorporación de la misma a un acuerdo que, en su caso, podrá ser impugnado sobre la base de las razones estipuladas por cada legislador nacional, lo que constituye un medio de tutela añadido para acreedores y socios minoritarios. Véase al

Nuevamente, es éste un elemento de similitud con la regulación de la fusión apalancada en el ordenamiento español e italiano, puesto que en dichas operaciones, en tanto que modificaciones estructurales, la decisión sobre la concentración de ambas compañías se adopta mediante acuerdo de la Junta General²⁰³. La situación, como puede observarse, sin embargo, es parcialmente distinta, en la medida en la que la razón de ser de la intervención del órgano deliberante de la sociedad no es el hecho de que nos encontremos ante una operación de asistencia financiera que, por sus riesgos de tipo organizativo, requieren de determinados cortafuegos. Al contrario, en la fusión apalancada, la opción legislativa viene dada por el tratamiento jurídico que reciben estas operaciones de concentración empresarial en la normativa societaria. Con todo, cabe hacer alguna consideración, precisamente porque, particularmente en el caso español, la asistencia financiera en las fusiones apalancadas, tal y como se colige de la regla general, se produce por efecto de la fusión, en tanto que constituye garantía genérica de la deuda contraída con el tercero por la sociedad adquirente. La decisión de la Junta General, en último término, es también una decisión sobre si dicha asistencia financiera ha de ser permitida en función de la documentación previamente aportada por los administradores.

2.4. *El límite del activo neto y la dotación de una reserva*

El art. 25 de la Directiva 2012/30/UE toma en consideración de manera especial el riesgo puramente patrimonial de la operación de asistencia

respecto, BROSIUS, J., *Die finanzielle Unterstützung des Erwerbs eigener Aktien*, cit., pp. 277-278.

²⁰³ DRYGALA, T., “Finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs...”, cit., pp. 399-400 hace referencia, a mayor abundamiento, a una suerte de procedimiento que culminaría con la adopción del acuerdo en la Junta General, alusión que, hasta cierto punto, encuentra similitudes con el de fusión.

financiera. Así, tal voluntad del legislador europeo no se manifiesta sólo en el contenido obligatorio del informe en relación con la solvencia de la sociedad, sino también en el aspecto puramente contable. En tal sentido, si el apartado tercero del precepto analizado hace alusión a la liquidez de la sociedad, el cuarto establece dos reglas que blindan a la compañía frente a posibles salidas patrimoniales que puedan generar importantes desbalances; la Directiva introduce un límite y una obligación contable.

El límite constituye un verdadero test de balance²⁰⁴ consistente en la imposibilidad de conceder la asistencia financiera con cargo a fondos que no sean del “*activo neto*”. La plasmación normativa, que trae causa de la propuesta originariamente formulada en el informe del *Jenkins Committee*, supone condicionar la permisividad en materia de asistencia financiera a la utilización de recursos libres. Por su parte, la obligación contable exige la dotación de una reserva en el pasivo de la sociedad equivalente a la cantidad de líquido concedido, lo que, indirectamente, constituye un elemento de tutela patrimonial. Ello es así, puesto que a través de lo antedicho se logra una protección frente al supuesto de impago en la devolución de la deuda por parte del tercero. Si esto ocurre, el patrimonio neto no se habrá visto disminuido en modo alguno, pero además, existirá una reserva correspondiente a la cuantía pecuniaria objeto de crédito.

²⁰⁴ Véase así DRYGALA, T., “Finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs...”, cit., p. 402; SCHMOLKE, K. U., “Finanzielle Unterstützung des derivative Aktienerwerbs...”, cit., p. 1835-1836.

2.5. La aplicación a la adquisición de acciones propias y a los aumentos de capital

El apartado quinto del art. 25 de la Directiva introduce una regla específica para los supuestos de suscripción de acciones que aparece por vez primera en la legislación de la UE en esta materia. Con anterioridad a la reforma de 2006, la Directiva no hacía alusión alguna a la suscripción, esto es, a las adquisiciones originarias de acciones de la sociedad asistente. Parecía lógico entender que, si la regla era aplicable a las derivativas, las suscripciones de títulos producidas como consecuencia de aumentos de capital también quedaban cubiertas por el precepto considerado. Podría haberse argumentado que, al contrario que en la legislación inglesa, donde, en la modificación del régimen (producida con ocasión de la entrada en vigor de la *Companies Act* de 1948), habían sido incluidas explícitamente estas transacciones, en la norma comunitaria no había sido el caso. Sin embargo, parece evidente que la incardinación sistemática como apéndice del régimen de la autocartera y la alusión genérica a la “*adquisición*” de títulos de la compañía que preste asistencia financiera requerían una exégesis como la descrita.

La quinta propuesta SLIM había planteado, entre las posibilidades de reforma del régimen de la asistencia financiera, que la prohibición se restringiese meramente a las adquisiciones originarias o suscripciones, lo que, además de corroborar el planteamiento anterior, permite entender la configuración final de la regla tal y como quedó establecida tras la modificación del año 2006. Se advierte en ésta una diferenciación de tratamiento, que parece más exigente en el caso de las suscripciones que en

el de las adquisiciones derivativas. Si bien la distinción es mucho menor, en la medida en que no se produce la prohibición absoluta de unas y la completa tolerancia de las otras, sino que se admiten ambas con ciertos matices, existe un elemento determinante que genera la indicada disparidad. La razón subyacente es la identidad diferente del vendedor de dichas acciones, siendo en el caso general los socios y en el reforzado, la propia compañía. La necesidad de que la operación sea realizada en condiciones de mercado (apartado segundo del art. 25 de la Directiva), puede ser soslayada a través del negocio de adquisición que le acompaña de manera mucho más sencilla si es la propia sociedad la que enajena sus acciones, y es por ello que el régimen también es aplicable a aquellas ventas de títulos que se encontraran en autocartera. Ello constatado, el apartado quinto no restringe la obligación legal a la información sobre el precio a abonar por el tercero por las acciones, como ocurría en el apartado e) del apartado tercero, sino que requiere que esta transacción tenga lugar mediante a un precio justo.

VII. RECAPITULACIÓN

La regulación jurídica aplicable a las operaciones apalancadas ha sufrido una evolución relevante en el último siglo, de la cual son manifestación diversas realidades que resultan especialmente significativas. En un primer estadio, la proliferación de determinadas prácticas económicas condicionó el establecimiento de una disciplina normativa rígida. En segundo lugar, se aprecia una suerte de propagación de la regla a otros ordenamientos, que tiene lugar, en este caso, por efecto de la integración de Estados en organizaciones supranacionales. En tercer lugar, se plantean los criterios hermenéuticos del tratamiento jurídico, alejado, en su importación a otros sistemas legales, de

su fisionomía originaria y, particularmente, de su aplicación a aquellas operaciones apalancadas que culminan en fusión. Finalmente, se observa una tendencia de flexibilización de la normativa primigenia, que busca racionalizar el sistema establecido para las transacciones objeto de estudio.

La incorporación a la legislación –en este caso, del Reino Unido– de determinadas normas imperativas que persiguen tutelar las operaciones apalancadas se produce como consecuencia o reacción a los efectos nocivos que la masiva utilización de transacciones de dichas características había producido en el marco de la reconversión industrial posterior al fin de la 1ª Guerra Mundial. La primera versión de la regla de la prohibición de asistencia financiera se plantea como supuesto vinculado a la adquisición de acciones propias. El régimen establecido en dicho estadio primigenio traída causa de la jurisprudencia iniciada con el caso *Trevor v. Whitworth*, según la cual las adquisiciones de acciones propias constituían operaciones que iban más allá de lo delimitado como objeto social en su *memorandum of association*. El *Greene Committee* de 1926 indicó que la norma societaria que se introduciría en 1929 debía contemplar una referencia a la prohibición de asistencia financiera, puesto que las operaciones de *leveraged buy-out* que se habían producido en territorio inglés y que habían dado lugar a una grave crisis económica suponían una vulneración, si no estricta, al menos sí del “*espíritu*” de la normas sobre autocartera. El precepto, sección 45 del aludido cuerpo legal, quedó configurado como una prohibición absoluta de prestar de cualquier modo asistencia financiera a un tercero para la adquisición de acciones de la propia compañía, para lo que se hacía uso de una enumeración ejemplificativa –préstamos y garantías–, así como de una cláusula general que incorporaba cualquier otra fórmula que, pese a tener la misma finalidad, no hubiese sido especificada. La norma se complementaba con una serie de

excepciones relativas a la financiación de adquisiciones de acciones de entidades de crédito o de compraventa de títulos por parte de los trabajadores de la compañía. Además, se incorporaba una sanción de carácter jurídico-público consistente en la obligación al pago de una cantidad pecuniaria.

La legislación sobre asistencia financiera en el Reino Unido fue objeto de consideración jurisprudencial y doctrinal con posterioridad, dando lugar a dos tendencias divergentes, de reforzamiento en un primer momento y de flexibilización más tarde. El primero traía causa de una resolución judicial cuyo asunto litigioso planteaba la duda sobre si procedía aplicar analógicamente la regla de interdicción de auxilio financiero a las suscripciones de acciones. No parecía lógica la ampliación del ilícito societario por vía de la extensión del ámbito de la sanción administrativa, pero lo cierto es que económicamente estos supuestos generaban los mismos riesgos que las adquisiciones derivativas. Así, pese a la decisión de interpretación restrictiva por el órgano judicial en el caso *Re V. G. M. Holdings Ltd.*, el *Cohen Committee* de 1945 consideró oportuno la extensión de la norma a casos de suscripción de acciones. La nueva sección 54 de la *Companies Act* de 1948 introdujo la indicación y, además, amplió el supuesto de hecho normativo a casos de grupos de sociedades con el objeto de impedir que se evitaran las consecuencias de la norma mediante la utilización de sociedades interpuestas.

Con posterioridad, se invirtió la tendencia, que se plasmó, esencialmente, en las decisiones adoptadas y recogidas en el informe del *Jenkins Committee*, que entendió que precisamente en las operaciones a las que había dado lugar la introducción de una norma en materia de asistencia financiera se podían apreciar elementos económicamente positivos, por lo que no parecía oportuno que fueran prohibidas de por sí. Así, la opción por la que optaba el documento

prelegislativo era la de la necesidad de elaborar un informe por parte de los administradores en casos en los que se pretendiese conceder asistencia financiera y que fuera la Junta General la que tomara la decisión sobre la misma, exigiéndose, por añadidura, una mayoría cualificada. Al tiempo, el *Jenkins Committee* advertía de los problemas que generaba la consecuencia jurídica que establecía el precepto, que no garantizaba la tutela de acreedores y socios minoritarios, sino que imponía una sanción pecuniaria de carácter jurídico-público que no se modulaba en función del tamaño de las compañías intervinientes en la transacción.

La flexibilización de las normas en materia de asistencia financiera en el ordenamiento anglosajón, sin embargo, no incorporaría los planteamientos indicados, sino que tendría lugar tan sólo como consecuencia –nuevamente– de un asunto litigioso que daría lugar a una resolución judicial controvertida. En el caso *Belmont Finance Corporation v. Williams Furniture*, una transacción en la que no había una voluntad de asistir financieramente se veía indirectamente afectada por la interdicción. El legislador inglés optó por introducir en la reforma de la legislación societaria, que culminaría en la *Companies Act* de 1981 y, con posterioridad, en la *Companies Act* de 1985, dos excepciones a la aplicación de la prohibición. Si con la operación no se perseguía conceder asistencia financiera, se entendía que la transacción había sido realizada con buena fe (“*good faith*”), mientras que, incluso si se había asistido financieramente, en caso de existir un ánimo empresarial que excediese la propia asistencia, operaba la excepción de la “*larger purpose*”. La reforma de la asistencia financiera en la década de 1980 también propició la diferenciación tipológica, que dio lugar a que el régimen descrito tan sólo se aplicara a las sociedades abiertas, quedando permitida la transacción en el

caso de las compañías cerradas, siempre y cuando las salidas de líquido fueran a cargo de recursos libres (“*distributable profits*”).

La propagación de la disciplina a otros ordenamientos se produjo en el seno de la Comunidad Económica Europea en un momento del tiempo en el que la elaboración y el debate en torno a la Segunda Directiva en materia de Derecho de Sociedades con la entrada del Reino Unido en la organización supranacional. En un primer estadio, en la preparación de la norma europea tan sólo se había considerado el régimen de la autocartera, con una regulación diferenciada entre las adquisiciones originarias y las derivativas. Con la participación de los representantes británicos llegó la propuesta de incorporar una cláusula de cierre al entender que el régimen de las adquisiciones derivativas era excesivamente permisivo. Dicha regla contenía una prohibición de asistencia financiera configurada en términos similares a los de la sección 54 de la *Companies Act* de 1948, pero incorporaba algún aspecto concreto de las sugerencias del informe del *Jenkins Committee*, como la necesidad de una mayoría reforzada en la Junta General para la adopción del acuerdo. Tras la oposición de una mayoría de los demás Estados Miembros, se optó por configurar la norma como *numerus clausus* y, así, dotarla de un alcance mucho menor. No se contemplaba fórmula alguna que permitiera excepcionar la interdicción. De esta manera, la licitud de algunas operaciones apalancadas no viene dada por la valoración que pudiera hacer la sociedad y, particularmente, la Junta General de la misma, sino que operaba como consecuencia de la reducción del ámbito de aplicación en comparación con la norma inglesa vigente en tal momento.

El interrogante sobre la posible afectación de la prohibición de asistencia financiera a la validez de las operaciones apalancadas continuó patente y fue analizado, de manera especial, por una serie de resoluciones jurisprudenciales

vertidas por órganos judiciales italianos en la década de 1990. La problemática surgiría con posterioridad a la modificación legislativa operada con el objetivo de trasponer la Directiva en el ordenamiento transalpino. Originariamente, el Derecho italiano había contemplado una serie de reglas, ya en el *Codice di Commercio* de 1882 que parecían preludiar una regulación sobre asistencia financiera. Así, su art. 144 contenía ciertos límites a las adquisiciones de acciones propias y una interdicción absoluta de la concesión de anticipos contra la garantía de los mencionados títulos. Con posterioridad, el *Codice Civile* de 1942 incorporaría en su art. 2358 una referencia en la materia, donde introduciría como fórmula de financiación prohibida a los préstamos concedidos por la sociedad a terceros para la adquisición de acciones propias. La trasposición de la Directiva 77/91/CEE supuso la introducción de una alusión a las garantías como fórmula de asistencia financiera, así como de las excepciones contenidas en el precepto de la norma europea.

La expansión del ámbito de aplicación del art. 2358 *Cc* planteó dudas exegéticas en el ámbito de los *leveraged buy-outs*. En concreto, se plantearon supuestos de operaciones apalancadas con posibles vulneraciones, tanto de las normas de autocartera, como de las reglas sobre prohibición de asistencia financiera. En el caso *Farmitalia Carlo Erba*, el tribunal consideró que en una fusión apalancada, la modificación estructural no podía ser entendida como garantía indirecta y, consiguientemente, no podía hablarse de negocio en fraude de ley, puesto que los instrumentos de tutela que dispensaba el procedimiento de fusión suplían en cierto modo la protección de la prohibición supuestamente eludida. Sí que se consideró, en sede penal, sin embargo, que la transacción podía ser entendida, por su estructura, como una adquisición derivativa de acciones propias con persona interpuesta, por lo que

debían haberse cumplido las reglas de las adquisiciones condicionadas del art. 2357 del mismo cuerpo normativo. En el caso *Manifattura di Cuorgnè*, el órgano judicial constató una vulneración de la prohibición de asistencia financiera al advertir la existencia de un flujo de líquido que podía entenderse como préstamo, pero no como consecuencia de prestación de garantía alguna; se trataba, en este sentido, de un *leveraged buy-out* que no culminaba en una fusión. Finalmente, en el caso *Trenno* se analizó la problemática de la posible contravención de la disciplina por el hecho de utilizar una modificación estructural y de que la sociedad objetivo acababa por asumir el coste del endeudamiento de la adquirente desde un punto de vista distinto. En concreto, se consideró que la aplicación de la regla debía analizarse de forma casuística, analizando en cada caso si existía un proyecto empresarial o si, por el contrario, se trataba de una operación fraudulenta. Este último planteamiento no deja de ser razonable y, de hecho, es lo que acabó introduciéndose en la regla del art. 2501 bis Cc en 2003; sin embargo, no parece que fuera posible una interpretación en el sentido propuesto desde una perspectiva *de lege lata*.

La reforma de la Directiva 77/91/CEE, que tuvo lugar a través de la Directiva 2006/68/UE y que más tarde fue refundida en la Directiva 2012/30/UE, afectó entre otras cuestiones a la prohibición de asistencia financiera, que fue flexibilizada en un sentido próximo al del referido informe del *Jenkins Committee*. El proceso que culminó con la indicada modificación legislativa traía causa de una serie de críticas dirigidas por un sector de la doctrina societarista al sistema del capital social, que se consideraba ineficaz e ineficiente, en tanto que constituía una cifra rígida e inamovible por razón de tamaño, riesgo o sector y que tan sólo venía modulado por un criterio tipológico. En materia de asistencia financiera, se consideraba que la prohibición absoluta, directa o indirecta, de algunas operaciones en las que

intervenía la asistencia no atendía a posibles razones económicas que pudieran presumir un cierto elemento positivo de la misma. Así las cosas, la quinta propuesta SLIM y el informe *Winter* plantearon, en tanto que textos prelegislativos, diferentes posibilidades de actuación, que básicamente consistían, bien en la restricción de la prohibición a los supuestos de suscripción de acciones, bien la limitación a aquellas transacciones realizadas con cargo a recursos libres, bien algún tipo de flexibilización del régimen.

El resultado, contenido en las Directivas mencionadas, establece la posibilidad de que los Estados Miembros indiquen que la asistencia financiera quedará permitida siempre y cuando se cumplan determinados requisitos. En concreto, se requiere que los administradores cuiden de que la concesión del crédito se realice en condiciones de mercado, así como de que, en caso de que se trate de suscripción o de enajenación de acciones en autocartera, el precio de la compraventa sea justo. Al tiempo, se requiere que los gestores sociales elaboren un informe en el que se aluda a la *business reason* y a la *business purpose* de la operación, así como a los riesgos de la transacción y, en concreto, a la liquidez de la contraparte y a la solvencia de la sociedad afectada. El documento con las indicaciones descritas deberá ser presentado a la Junta General que será la que, en su caso, decida aprobar la concesión de asistencia financiera. La concesión del crédito podrá tener lugar, en todo caso, si la salida de líquido de la sociedad no afecta al patrimonio neto. Finalmente, se configura una norma en los términos originariamente propuestos por el informe del *Jenkins Committee* que, al tiempo, y pese a la consideración en sede de modificaciones estructurales, encuentra paralelismos, tanto con la anterior normativa sobre fusiones apalancadas en el ordenamiento italiano, como con la introducida con posterioridad en el Derecho español.

CAPÍTULO III. LA REGULACIÓN DE LAS OPERACIONES APALANCADAS EN EL PANORAMA COMPARADO

I. PRESENTACIÓN

La búsqueda de un tratamiento jurídico apropiado para las operaciones apalancadas y, concretamente, para aquéllas que culminan en una fusión, ha constituido un proceso no precisamente sopesado con la necesaria adecuación. Como se ha visto a lo largo del capítulo precedente, la evolución legislativa se ha producido en ocasiones como consecuencia de requerimientos macroeconómicos²⁰⁵, en otras, a través de armonizaciones legislativas en el seno de la organización supranacional que es la UE (CEE con anterioridad)²⁰⁶, mediante evoluciones del tratamiento jurisprudencial de determinadas prácticas económicas y, en fin, ante demandas doctrinales no siempre canalizadas del mejor modo²⁰⁷. El análisis que se pretende llevar a cabo en este capítulo tiene por objeto plantear la problemática no desde la evolución histórica –vertical- de la materia, sino tomando una perspectiva horizontal. Dicha horizontalidad pretende tener una significación doble, en tanto realidad jurídica en ordenamientos escogidos, así como desde el punto

²⁰⁵ Tal y como se infiere del inusitado influjo que en una norma jurídico-privada –la sección 45 de la *Companies Act* de 1929- tuvieron los efectos nocivos de la crisis económica del período de entreguerras como consecuencia del *takeover boom* acaecido con ocasión de la reconversión industrial en el Reino Unido.

²⁰⁶ Directiva 77/91/CEE.

²⁰⁷ Ampliamente, por muchos, WYMEERSCH, E., “Article 23 of the second company law directive...”, cit., pp. 741 y ss. Desde la perspectiva anglosajona, FERRAN, E., “The Place for Creditor Protection...”, cit., pp. 178 y ss.

de vista del procedimiento que constituye, como suma de estadios temporales²⁰⁸, un *merger leveraged buy-out*.

En el primer capítulo del presente trabajo se tomaban en consideración tanto los riesgos, como las ventajas económicas que se aprecian en las operaciones apalancadas de las características consideradas. En el segundo, se valoraba la evolución de sus reglas de tratamiento y, en concreto, la tendencia de las manifestaciones de la prohibición de asistencia financiera en los diferentes sistemas legales, lo que permite comprender hasta cierto punto la situación actual de los mismos. Una y otra perspectiva contribuyen a un estudio que busca delimitar el tratamiento más adecuado de este tipo de transacciones, en la medida en que, por un lado, permite comprender desde un punto de vista teórico las problemáticas subyacentes, y, por otro, garantiza una adecuada perspectiva del funcionamiento o aplicación práctica de determinadas fórmulas jurídicas. El doble punto de vista de la indicada horizontalidad se nutre del mencionado análisis, puesto que permite, por un lado, incardinar la actuación o el foco de atención de cada uno de los ordenamientos en estadios concretos del procedimiento de fusión apalancada. Por otro, permite delimitar las ventajas e inconvenientes de cada uno de los sistemas legales partiendo de la advertida situación de cada uno.

En el estudio jurídico-comparado de las siguientes páginas se establecen dos momentos concretos en dicho procedimiento, uno anterior y otro posterior a la operación de fusión apalancada. De esta manera, los ordenamientos quedan agrupados en dichas posiciones y se establecen diferencias, según las especialidades cualitativas de cada sistema. Tienen una

²⁰⁸ La horizontalidad temporal no se concentra, de manera unívoca, en el procedimiento propio de una operación apalancada, sino en los momentos de relevancia para la actuación del legislador a la hora de introducir determinadas cautelas o protecciones que tengan como objeto la salvaguardia de los intereses económicos de determinados sujetos, como puedan ser los acreedores o los socios minoritarios.

actuación *ex ante* las normas de los ordenamientos de la UE, al menos en materia de sociedades anónimas. Sin embargo, mientras que en Derecho inglés²⁰⁹, italiano²¹⁰ y español²¹¹, la tradición ha sido la consideración conjunta –con las salvedades más que evidentes del ordenamiento anglosajón– de los dos tipos sociales capitalistas, la sociedad anónima y la sociedad de responsabilidad limitada, en el caso alemán, por el contrario, la diferencia, que viene dada por la no extensión del régimen de la prohibición de asistencia financiera a las GmbH, genera una divergencia de tratamiento de carácter tipológico²¹². En el extremo contrario, el Derecho estadounidense,

²⁰⁹ Con la particularidad de que, si la prohibición fue diluida, tras la introducción de la Directiva 77/91/CEE, para las *private companies* en la *Companies Act* de 1985, desapareció en la norma homónima de 2006, tal y como indicaba FERRAN, E., “Corporate transactions and financial assistance...”, cit., p. 241 en momentos previos a que la modificación legislativa tuviera lugar.

²¹⁰ Por tantos, dentro de los defensores de la no aplicación de la prohibición de asistencia financiera a las fusiones apalancadas, PARDOLESI, R., “*Leveraged Buyout: una novità a tinte forti (o fosche?)*”, *Giur. Comm.*, núm. 1, 1989, pp. 402-419.

²¹¹ Mal que tan sólo considerado en relación con las sociedades anónimas, véase el trabajo pionero de AURIOLES MARTÍN, A., “Los leveraged buy-outs y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas”, *RDBB*, núm. 51, 1993, pp. 637-680.

²¹² Si en el caso de las sociedades anónimas (AG), se plantea la aplicación de la prohibición de asistencia financiera o, al menos, existe una duda en términos similares al caso italiano (así, entre los pocos que entienden que incluso la fusión apalancada quedaría afectada por el § 71a AktG, LUDWIG, R., “Verbotene finanzielle Unterstützung im Sinne des § 71a Abs. 1 Satz 1 AktG ohne rechtsgeschäftliche Beteiligung der Zielgesellschaft”, en HOFFMANN-BECKING, M./ LUDWIG, R. [Hrsg.], *Liber Amicorum Wilhelm Happ zum 70. Geburtstag am 30. April 2006*, Köln, Carl Heymann, 2006, pp. 131-142, particularmente, pp. 133 y ss. y, con especial alusión en las pp. 136-137), en los de sociedad de responsabilidad limitada (GmbH), por el contrario, se tienen en cuenta otras fórmulas, como puedan ser la prohibición de devolución de aportaciones del § 30 GmbHG (LINK, J., “Droht dem Verkäufer von GmbH-Anteilen bei Leveraged-Buyout-Transaktionen eine Haftung für Verbindlichkeiten der Zielgesellschaft”, *ZIP*, núm. 30, 2007, pp. 1397-1401) o la doctrina jurisprudencial de la *Existenzvernichtungshaftung* (por muchos, HABERSACK, M., “Trihotel – das Ende der Debatte? Überlegungen zur Haftung für schädigende Einflussnahme im Aktien- und GmbH-Recht”, *ZGR*, vol. 37, núm. 4, pp. 533-559).

sobre el que no pesa la obligación de trasposición de las Directivas en materia societaria, configura un tratamiento jurídico que tiene carácter *ex post*^{213 y 214}.

La elección de los ordenamientos indicados ha tenido lugar, precisamente, por las características cualitativas que presentan en el análisis que se propone. Si el ordenamiento estadounidense deriva, en esencia, las consecuencias de las operaciones apalancadas a sede concursal, el alemán contiene las aludidas especialidades tipológicas que lo hacen acreedor de una atención específica. Por lo que se refiere al caso de los sistemas legales que actúan *ex ante*, las especialidades vienen dadas, en el caso italiano, por la casuística que parece impregnar el análisis de este tipo de transacciones desde la jurisprudencia de la década de 1990. En el ordenamiento inglés encuentran especial significación las excepciones que, desde las reformas societarias de la década de 1980, han constituido la vía de escape para que la prohibición de asistencia financiera no haya sido aplicada a los *leveraged buy-outs*. Finalmente, el Derecho patrio incorpora una prohibición absoluta difícilmente soslayable que tan sólo puede ser enervada por la específica vía estipulada en sede de modificaciones estructurales. Con todo, el análisis pormenorizado de la disciplina en esta materia, así como la de su homónima italiana, se realiza en los siguientes capítulos. Con éstos se completa el análisis jurídico-comparado que aquí se propone.

²¹³ Véase a modo ejemplificativo, el análisis de la aplicación de diversas instituciones de Derecho concursal de QUEENAN JR., J. F., “The Collapsed Leveraged Buyout and the Trustee in Bankruptcy”, *Cardozo L. Rev.*, núm. 11, 1989-1990, pp. 1-49.

²¹⁴ Con esta perspectiva se completa la discusión doctrinal sobre las fórmulas de tutela de los acreedores, así como los planteamientos en vía societaria o concursal. Véase a este respecto, ampliamente, SPINDLER, G., “Der Gläubigerschutz zwischen Gesellschafts- und Insolvenzrecht”, *JZ*, núm. 17, 2006, pp. 839-850.

II. EL CONTROL *EX ANTE* DE TIPO CASUÍSTICO: EL DERECHO ITALIANO

El tratamiento jurídico de las operaciones apalancadas en el ordenamiento italiano se basa, en la actualidad, en el régimen de la prohibición de asistencia financiera, recientemente reformado, así como en la especial disciplina destinada a los supuestos en los que éstas culminan con una fusión. Las especialidades que encuentra el mismo tienen que ver con una tendencia ya iniciada con la jurisprudencia de la década de 1990 y, de manera particular, con el caso *Trenno*. Se habla de control *ex ante* en la medida en que la prohibición de asistencia financiera establece un filtro de las operaciones apalancadas. Aquélla opera en el momento de la celebración de éstas y no en un estadio posterior en el que la sociedad resultante de la fusión tiene problemas que le llevan a una situación de insolvencia, por lo que, en caso de que el régimen legal se contravenga, existen los oportunos mecanismos a disposición de los correspondientes sujetos económicos para garantizar su tutela. La determinación de la licitud de la transacción, en el caso italiano, venía planteada, desde el momento en el que fueron vertidas las opiniones correspondientes en la indicada resolución judicial, según el análisis de la misma y la concurrencia en ella de un proyecto empresarial o, lo que es lo mismo, que no se tratase de una operación meramente predatoria. Lo cierto es, como se ha advertido, que dicho planteamiento no parecía del todo apropiado *de lege lata*, lo que no obsta para advertir la influencia que, de

manera directa o indirecta, éste ha tenido en el desarrollo de la legislación y la doctrina italiana en la materia²¹⁵.

En particular, este casuismo del régimen italiano se ha plasmado tanto en el tratamiento que se ha dado a las fusiones apalancadas desde el régimen de la prohibición de asistencia financiera, como en materia de modificaciones estructurales. Dentro de las primeras, precisamente con ocasión de la reforma del art. 2358 *Cc*, requerida como trasposición de la Directiva 77/91/CEE, se planteó por vez primera la posibilidad de interpretar la fusión posterior a la adquisición y el consiguiente efecto de unificación de patrimonios como supuesto de garantía genérica. Un sector doctrinal entendió que la construcción societaria podía ser concebida como negocio en fraude de ley, al encontrarse coligada con el previo endeudamiento y pretender soslayar la prohibición de asistencia financiera. Con todo, se entendía que la prohibición tendría lugar cuando efectivamente existiese un ánimo fraudulento, lo que daba lugar al casuismo más tarde recogido en la jurisprudencia. Con posterioridad, dos reformas legislativas han continuado la senda ya descrita. El art. 2501 bis *Cc* establecía un régimen específico para las fusiones apalancadas²¹⁶ en el que, entre otras cosas, se exigía la elaboración de un informe de los administradores en el que se consignaran los objetivos empresariales y las razones que conducían a la operación, recuperándose, con

²¹⁵ Recuérdese, con todo, que el planteamiento judicial había sido duramente criticado por ambos sectores doctrinales. Entre los que entendían que la prohibición de asistencia financiera no encontraba aplicación en las fusiones apalancadas por tener la modificación estructural mecanismos suficientes para garantizar la tutela de los sujetos económicos afectados (*tesi formalistica*), se consideraba que no debía ser exigible la indicación. Quienes consideraban que las fusiones quedaban afectadas percibían que una indicación sobre motivaciones económicas no era suficiente, sino que debía atenderse, en todo caso, a las implicaciones patrimoniales que tendría y a la capacidad de repago de la sociedad (*tesi sostanzialista*).

²¹⁶ Véase, monográficamente, el trabajo de CACCHI PESSANI, S., *La tutela dei creditori nelle operazioni di Merger Leveraged Buy-Out. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, Milano, Giuffrè, 2007.

mayor o menor relevancia, la idea del proyecto industrial subyacente del caso *Trenno*. Finalmente, el legislador italiano optó por hacer uso de la posibilidad consignada en la Directiva 2006/68/UE y, así, adaptó la disciplina de la asistencia financiera en la reforma de 2008²¹⁷, dotándole de un contenido prácticamente idéntico al del texto normativo europeo, donde también se recoge la idea de una *business reason* que tiene una finalidad informativa para la Junta General²¹⁸.

1. La regulación de la asistencia financiera

La prohibición de asistencia financiera, tal y como se integra, a través de una fórmula primitiva, en la primera redacción del *Codice Civile* de 1942, ha sufrido dos modificaciones desde su entrada en vigor que se han visto propiciadas únicamente por los cambios legislativos operados en el Derecho de la UE. Si la Directiva 77/91/CEE obligaba a incorporar una referencia a una forma de asistencia financiera no contemplada hasta aquel momento en el ordenamiento italiano, como era la concesión de garantías²¹⁹, la reforma de 2006 daría lugar a la flexibilización del régimen. En lo concerniente a la validez jurídica de los *leveraged buy-outs*, los cambios normativos han dado lugar a planteamientos de diverso tipo que cabe analizar. De esta manera, los supuestos de evidente contravención de la regla, esto es, de concesión de

²¹⁷ D. Lgs. 4 agosto 2008, n. 142.

²¹⁸ Sobre el particular, téngase en cuenta la aportación, en relación con las implicaciones que la regulación pudiera tener para las fusiones apalancadas, de PIACENTINI, V., “Il nuovo articolo 2358 C.C.: ulteriore tassello alla difficile disciplina del *Merger Leveraged Buy-Out*”, en VENTORUZZO, M. (Coord.), *Scritti Giuridici per Piergaetano Marchetti: liber discipulorum*, Milano, Egea, 2011, pp. 507-523.

²¹⁹ Recuérdense las consideraciones de ACCINNI, G. P., “Concessione di prestiti o garanzie...”, cit., p. 161.

créditos para la adquisición de acciones propias, han estado prohibidos en todo momento entre 1942 y 2008, de lo que fue manifestación la sentencia que resolvía el caso *Manifattura di Cuornè*. No ocurría lo mismo en los casos en los que la asistencia financiera venía dada por garantías –piénsese en hipotecas o prendas sobre activos de la sociedad objetivo-, quedando permitidas hasta 1986 y prohibidas, con posterioridad, hasta 2008. En el caso de fusión, finalmente, la duda se planteaba en el período 1986-2003, quedando, con posterioridad, disipada, con la introducción del régimen específico de la fusión apalancada en el art. 2501 bis *Cc*.

Por razones de sistemática, se opta aquí por analizar las especialidades de cada uno de los elementos de este casuismo propio del régimen jurídico en la materia desde un punto de vista de las instituciones, lo que exige tener en cuenta, en primer lugar, la prohibición de asistencia financiera en sus diversas formulaciones y, en el siguiente epígrafe, la disciplina específica de la fusión apalancada. La perspectiva cronológica, consecuentemente, tan sólo se tiene en cuenta dentro de la materia; así, se hace alusión, en primer lugar, a la construcción doctrinal del negocio en fraude de ley y, a continuación, al régimen existente con posterioridad a la reforma de la prohibición de asistencia financiera²²⁰.

1.1. El negocio en fraude de ley

El planteamiento del negocio en fraude de ley, como se ha visto en el capítulo precedente, se plantea tanto en el caso *Farmitalia Carlo Erba*, como, muy especialmente, en la resolución judicial correspondiente al asunto

²²⁰ Pese a que la introducción del régimen de la fusión apalancada tuvo lugar en un momento cronológicamente anterior (2003), se ha optado por la exposición de la reforma de la prohibición de asistencia financiera (2008) con carácter previo, a los efectos de poder contraponerla a la formulación del art. 2358 *Cc* vigente desde 1986.

litigioso *Trenno*. La idea, esencialmente, consistía en entender que, en tanto que el precepto regulador de la prohibición de asistencia financiera vetaba la concesión de garantías, en la medida en que, por otra vía, se lograra un efecto similar, se pretendía evitar la aplicación de la norma. En concreto, se consideraba que el objetivo económico-financiero de quienes contrataban era hacer recaer el coste de la deuda en la sociedad *target*, lo que podía llevarse a cabo a través de la contratación de garantías reales, habiendo conllevado una vulneración de la prohibición de asistencia financiera. Concedores de esta realidad, las partes realizarían una fusión posterior a la adquisición con endeudamiento, de manera que los patrimonios de ambas compañías – adquirente y objetivo- se integraran en uno solo. De esta forma, los activos que originariamente se encontraran en la sociedad adquirida servirían para garantizar el repago de las obligaciones pecuniarias contraídas. El efecto logrado a través de la utilización de la modificación estructural sería, consiguientemente, el mismo que el de haber hipotecado o pignorado la totalidad de los bienes de la sociedad objetivo²²¹.

Frente al planteamiento indicado, un sector doctrinal²²², así como la jurisprudencia en la sentencia civil del caso *Farmitalia Carlo Erba*, consideró

²²¹ La exposición más pormenorizada de la problemática es la que se contiene en el estudio de MONTALENTI, P., *Il Leveraged*, cit., pp. 125-130, donde alude a la idea de la conjunción de diversos negocios jurídicos con objeto de burlar la prohibición de asistencia financiera a través de la fusión apalancada.

²²² Véase el ya citado PICONE, L. G., *Orientamenti giurisprudenziali*, cit., pp. 82 y ss. Téngase en cuenta también DE SENSI, V., “Brevi note sul *leveraged buy-out*”, *Dir. Fall.*, núm. 1, 1996, pp. 243-250, quien entiende que la función de la fusión en una operación apalancada no debe ser entendida como una fórmula para garantizar el mismo efecto que aquél prohibido por el art. 2358 *Cc*, sino antes bien, el de permitir una concentración empresarial que tenga efectos económicos favorables (p. 248). En sentido similar, realiza las oportunas apreciaciones CAMILLETI, F., “Alcune considerazioni sulla nuova disciplina delle fusioni e sul c. d. *merger leveraged buy out*”, *Giur. Comm.*, núm. 2, 1994, pp. 144-154, particularmente, pp. 152-154.

que desde un punto de vista material, no podía hablarse de fraude de ley si la norma presuntamente soslayada tenía una determinada finalidad que venía suplida por otra que resultaba de aplicación, precisamente, en razón de la utilización de una fusión como elemento de culminación de la operación apalancada. Así, la prohibición de asistencia financiera perseguía la tutela de la integridad del capital social y, en último término, la protección de los acreedores sociales. Sin embargo, el procedimiento de fusión contenía elementos, como las exigencias de información y el derecho de oposición de los acreedores que respondían al mismo objetivo. De esta manera, los sujetos económicos que se pudieran ver afectados recibían una protección similar en uno y otro caso²²³, sin perjuicio, evidentemente, de que si se configuraba la operación mediante la contratación de una garantía real, dicho negocio se consideraba de asistencia financiera y, consiguientemente era prohibido, mientras que no ocurría lo mismo cuando se trataba de una fusión. En este último caso, la decisión quedaba, siempre con las oportunas cautelas mencionadas, a la libre decisión de los socios en la Junta General.

En todo caso, y sin perjuicio de la crítica reproducida, la configuración del negocio en fraude de ley requería, en cierto sentido, un elemento ulterior, como parece ser la efectiva voluntad de soslayar la norma imperativa indicada. En el caso *Trenno*, el tribunal advertía de que, para constatar dicho fraude de ley, era necesario advertir que efectivamente había existido un ánimo en tal sentido. A tal efecto, establecía el criterio casuístico considerado según el cual la prohibición de asistencia financiera impedía la licitud de una fusión apalancada siempre y cuando no se apreciase un proyecto empresarial

²²³ Piénsese también en las cautelas contenidas en la legislación sobre modificaciones estructurales en Italia en relación con el canje de valores como elemento de tutela del socio minoritario en las fusiones.

que fuese más allá de la propia asistencia financiera²²⁴. Se pretendía, consiguientemente, dejar sin validez a las fusiones apalancadas que fuesen de carácter meramente predatorio y permitir aquellas otras que contuviesen efectos económicos positivos en razón de la existencia de una verdadera *business reason*. Hasta cierto punto, el órgano judicial parece tomar la idea de una de las excepciones del Derecho inglés tras la entrada en vigor de la *Companies Act* de 1980. Una de ellas, como se analizaba en el capítulo precedente, consistía en la existencia de un *larger purpose*, esto es, un propósito que fuera más allá de la mera concesión de asistencia financiera²²⁵.

En último término, el planteamiento, tanto en el caso italiano, como en el inglés, supone la asimilación de que, si se pretende un control *ex ante*, éste sólo resultará adecuado si no parte de la prohibición absoluta, lo que, en todo caso, se plasma en los diferentes ordenamientos en forma diversa. Ello permite entender que, sin perjuicio de los distinguos formales que se puedan realizar entre los sistemas en el Reino Unido, en Italia o en España, el objetivo es el mismo, evitar que se produzcan operaciones apalancadas fraudulentas o económicamente inviables y permitir aquéllas que resulten positivas en términos económicos. Aunque el planteamiento último sea loable, no puede ignorarse que la configuración por la que finalmente optó la jurisprudencia italiana en el caso *Trenno* difícilmente puede ser sostenida desde un punto de vista técnico, y es que si el ilícito societario analizado consistía en una serie

²²⁴ El planteamiento también ha tenido cierta aplicación en el ordenamiento francés, donde la prohibición de asistencia financiera se encuentra, en términos muy similares a las reglas comunitaria, italiana y alemana, en el artículo 217-9 de la *Loi du 24 juillet 1966*. Véase sobre el particular, VIANDIER, A., “L’article 217-9 de la loi du 24 juillet 1966 et le rachat d’entreprise”, *JCP*, núm. 2, 1990, pp. 48-53.

²²⁵ Véanse al respecto las indicaciones de GULLIFER, L./ PAYNE, J., *Corporate finance law*, Oxford, Hart Publishing, 2010, pp. 137-138.

de operaciones concretas –préstamos y garantías-, probablemente no podía añadirse una figura distinta, aunque tuviera un efecto económico similar. Ello resulta especialmente patente si se toma como elemento de comparación la definición de la asistencia financiera prohibida tanto en las normas española e inglesa, que incorporan una cláusula general en la que es subsumible cualquier otro negocio, aunque no hubiese sido especificado, siempre que llevase al mismo resultado²²⁶.

1.2. La reforma del art. 2358 Cc

El mismo punto de vista casuístico se aprecia en el texto reformado del art. 2358 Cc en 2008, que constituye una reproducción de contenido prácticamente exacto del actual art. 25 de la Directiva 2012/30/UE²²⁷. Se establece en el mismo una suerte de filtro que pretende dotar de validez a aquellas operaciones en las que intervenga algún tipo de asistencia financiera²²⁸. La norma, como se veía en el capítulo precedente, parte de la idea de una cierta libertad para los socios de la compañía objetivo que serán quienes adopten el acuerdo sobre la posible concesión de asistencia financiera en la Junta General²²⁹. El análisis sobre la bondad de la transacción, con todo, no se encuentra sometido a un escrutinio previo plasmado en un informe de expertos independientes, como ocurre en el régimen de la fusión apalancada

²²⁶ Llevar a cabo una exégesis del precepto italiano en dichos términos resulta problemático, puesto que ello supondría expandir el ámbito de aplicación de una norma con elementos sancionatorios FRIGNANI, A., “*Il leveraged Buy-Out...*”, cit., p. 427.

²²⁷ Véase sobre la misma VICARI, A., “La nuova disciplina dell’assistenza finanziaria”, en SACCHI, R. (Coord.), *Studi in ricordi di Pier Giusto Jaeger*, Milano, Giuffrè, 2011, pp. 645-678. Entre nosotros, MORENO SERRANO, E., “Adaptación al Derecho italiano de la Directiva 2006/68/CE”, *RdS*, núm. 32, 2009, pp. 569-574, particularmente, pp. 572-573.

²²⁸ Téngase en cuenta, monográficamente, el estudio de CACCHI PESSANI, S., *Assistenza finanziaria per l’acquisto e la sottoscrizione delle proprie azioni*, Milano, Egea, 2012.

²²⁹ Así, VICARI, A., “La nuova disciplina...”, cit., p. 657.

en los ordenamientos italiano y español. Al contrario, se establecen determinadas limitaciones que, de cumplirse, no darán lugar a impugnación alguna. Dichas limitaciones, como es sabido, son esencialmente tres, a saber, la necesidad de que la concesión del crédito se produzca en condiciones de mercado, el requerimiento de que el líquido que salga de la compañía provenga de recursos libres, y, la obligatoria utilización de un precio justo como contraprestación en casos en los que los títulos enajenados se encontraran en autocartera con carácter previo.

No se advierte ninguna de las circunstancias antedichas en el caso de la fusión apalancada del art. 2501 bis *Cc*, incorporado al ordenamiento italiano cinco años antes de la reforma del régimen de la asistencia financiera²³⁰. La razón parece evidente, y es que todas las aludidas menciones parten de una efectiva salida patrimonial, lo que no se produce, ni en los casos de establecimiento de una garantía real sobre alguno de los bienes de la sociedad asistente, ni en aquéllos en los que tenga lugar una fusión. Sin embargo, no parece haber una razón concreta para la no exigencia en el caso del art. 2358 *Cc* de un informe de experto independiente, como en el supuesto de la fusión apalancada. Sorprende particularmente esta asimetría por cuanto, en último

²³⁰ PIACENTINI, V., “Il nuovo articolo 2358 C.C....”, cit., p. 518 plantea la relación que tienen que tener las fusiones apalancadas, tanto con el art. 2501 bis *Cc*, como con el nuevo art. 2358 *Cc*. Entiende el autor que la operación de modificación estructural deberá seguir el régimen del primero de los preceptos citados –lo que parece una obviedad- siempre y cuando no se produzca vulneración alguna de la prohibición de asistencia financiera, ni en términos estrictos, ni como negocio en fraude de ley. Sorprende, en todo caso, el planteamiento del autor, habida cuenta de que, sin perjuicio de que se entienda que la fusión apalancada no constituye una vulneración de la prohibición de asistencia financiera como consecuencia de un negocio en fraude de ley y, desde luego, no concurra un supuesto prohibido de forma estricta, lo que no tendría sentido es someter a un doble escrutinio –el de cada uno de los preceptos- la misma transacción, máxime teniendo en cuenta que el que teóricamente supone un supuesto de vulneración estricta, tiene un régimen menos exigente.

término, los requerimientos legales de un *merger leveraged buy-out*, cuya invalidez se cuestionaba, han terminado por ser más estrictos que los exigidos para el resto de casos de asistencia financiera, cuya interdicción con anterioridad a 2008 quedaba indubitada. A nuestro entender, teniendo en cuenta que los supuestos en los que se produzca auxilio financiero, como se advertía en el capítulo precedente, mayoritariamente serán operaciones apalancadas, habría tenido sentido una unificación de los criterios para todas las transacciones con elevado endeudamiento con independencia de la fórmula de financiación o de construcción societaria que se hubiese elegido.

2. La fusión apalancada: el art. 2501 bis Cc (remisión)

El régimen de la fusión apalancada en Italia²³¹, incorporado al ordenamiento con anterioridad al español, con el que tiene una similitud muy relevante, constituye un paso intermedio en este casuismo característico del tratamiento jurídico en el país transalpino. Precisamente, la sentencia del caso *Trenno* puso de manifiesto la necesidad de ponderación de los intereses económicos, labor que había sido realizado por un órgano judicial, pero que resultaba oportuno introducir como mecanismo o procedimiento de autogestión societaria. Es por ello que se concibió la fórmula ya mencionada de la decisión por parte de la Junta General, órgano supremo de la sociedad, informada a través de la documentación exigida, el proyecto y los informes de los administradores y del experto independiente.

Cabe plantearse la razón por la cual se opta por dirigir el tratamiento especial a los casos de operaciones apalancadas que culminen en fusión. Por

²³¹ Entre nosotros, MARTÍ MOYA, V., “Apuntes sobre el régimen de la fusión en la reforma del Derecho de Sociedades en Italia”, *RDM*, núm. 251, 2004, pp. 291-327 se hace eco de la reforma llevada a cabo (pp. 312-316).

un lado, había sido el supuesto analizado por la jurisprudencia con mayor asiduidad y, en particular, había dado lugar a una mayor controversia en el Derecho positivo, frente al resto de supuestos cuya prohibición no era debatida más que *de lege ferenda*. Por otro, es en las fusiones apalancadas donde se manifiesta de forma más evidente la necesidad de ponderación económica entre ventajas e inconvenientes de la transacción.

El análisis de detalle del régimen de la fusión apalancada viene desarrollado en los capítulos siguientes.

III. EL CONTROL *EX ANTE* POR VÍA DE EXCEPCIONES: LA LEGISLACIÓN SOCIETARIA ANGLOSAJONA

El segundo de los ordenamientos que contiene un tratamiento jurídico de las operaciones apalancadas que opera con carácter *ex ante* es el británico. El Reino Unido se había caracterizado, pese a las originarias sugerencias del informe del *Jenkins Committee*, por haber llevado a cabo una flexibilización de la prohibición, incluso respecto de la versión primigenia de la normativa europea, a través de una serie de excepciones de las que se ha dado cuenta. En el año 2006 se modificó el régimen establecido en la legislación societaria en la década de 1980, lo que dio lugar a una reestructuración del régimen de la prohibición de asistencia financiera y, al tiempo, supuso la introducción de mínimas novedades en el mismo. En esencia, se profundiza en la diferenciación entre *public* y *private companies* ya iniciada con la reforma de

la década de 1980, de manera que, de hecho, acaba por excluirse del ámbito de la interdicción, como puede desprenderse de las secciones 678 y 679²³².

Pese a la modificación tipológica producida, que podría sugerir una inclusión del Reino Unido dentro de los ordenamientos que propugnan soluciones diferenciadas para los dos tipos de sociedades de capital, como es el caso alemán, se ha optado, sin embargo, por clasificarla, a estos efectos, como sistema legal en el que el tratamiento jurídico de las operaciones apalancadas opera *ex ante*. Cabe aducir, a tal efecto, fundamentalmente razones de carácter histórico, puesto que la prohibición había sido unívoca en el Derecho inglés para todas las sociedades incluso con posterioridad a la Directiva 77/91/CEE, pese a la no exigencia de la misma para aquéllas de carácter cerrado²³³. De hecho, en cualquier caso, la diferenciación no suponía que el régimen aplicable a las *private companies* operara *ex post*, sino que tan sólo tenía un carácter más flexible. A mayor abundamiento, las diferencias tipológicas entre las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada, similares en la mayoría de los ordenamientos continentales de la UE, no encuentran un paralelismo estricto en el ordenamiento británico. Finalmente, incluso en la actualidad, no existe propiamente una regla específica aplicable a las operaciones apalancadas en sede de *private companies* y ello sin perjuicio de que, en el caso alemán, no exista propiamente una disciplina legal, sino que haya sido la construcción jurisprudencial de la *Existenzvernichtungshaftung*, pensada para el Derecho de grupos, la que ha

²³² Yendo, así, más allá de lo advertido por FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, M. C., “En torno a los negocios de asistencia financiera...”, cit., pp. 201 y ss. SCHMITTHOFF, C., “The United Kingdom Companies legislation...”, cit., p. 681, por su parte, entendía que la prohibición sería flexibilizada en mayor medida para compañías de pequeño tamaño, que se corresponden con las referidas *private companies*.

²³³ Véase INSTONE, R., “Illegal Assistance...”, cit., p. 733.

sido utilizada en casos de sociedades de responsabilidad limitada (GmbH) con carácter *ex post*²³⁴.

En todo caso, la fórmula elegida por el legislador británico para el tratamiento jurídico de las operaciones apalancadas ha sido el control *ex ante* que, no obstante, ha incorporado una serie de especialidades, provenientes de las excepciones. Así, la forma en que determinadas transacciones que, por su esencia económica, debían ser consideradas lícitas, no ha venido dada por el casuismo apreciable en el constructo jurídico italiano, sino que ha partido de la excepción de determinados supuestos. Amén de las situaciones tradicionalmente permitidas desde antaño, como las operaciones de asistencia financiera para la adquisición de acciones de entidades de crédito o de compraventa de títulos por parte de los trabajadores de la sociedad, las necesidades operativas llevaron a una mayor flexibilización. En concreto, como se advertía en el capítulo anterior, la necesidad de que determinados supuestos, en los que existían objetivos que iban más allá de la mera asistencia financiera, no quedaran imposibilitados por la prohibición, constituyó el detonante para que lo que había dado lugar a una controversia jurisprudencial, terminara por modificarse legislativamente. Se constata, en este sentido, cómo, pese al diferente planteamiento del control *ex ante* del ordenamiento italiano, en el inglés e incluso en la nueva normativa de la UE en la materia, el objetivo es la configuración de una suerte de filtro de determinadas operaciones, valorando cuándo tienen consecuencias económicas nocivas y en qué ocasiones son beneficiosas en términos empresariales.

²³⁴ Véase sobre el particular nuestro trabajo, GIMENO RIBES, M., “Fin de protección de la norma y *Merger Leveraged Buy-Out* en la sociedad limitada: entre la *Existenzvernichtungshaftung* y el informe de expertos independientes”, *RDM*, núm. 289, 2013, pp. 247-283, particularmente, pp. 270 y ss.

1. El concepto de asistencia financiera

Sin perjuicio de que el núcleo del análisis de este ordenamiento lo constituyen las excepciones establecidas a la regla de la prohibición, conviene detenerse, con carácter previo, siquiera brevemente, en el concepto de asistencia financiera. La definición de la misma, contenida en una serie de indicaciones incluidas en la sección 677 de la *Companies Act* de 2006, requiere alguna consideración. Más allá de la profusión ejemplificativa, que abarca numerosas fórmulas que van desde prestaciones a título gratuito (“*gifts*”) hasta los tradicionales préstamos (“*loans*”) y garantías (“*securities*”), la letra d) del apartado primero del precepto contiene la habitual cláusula general²³⁵. Sin embargo, ésta no aparece en términos absolutos, como había ocurrido en origen, sino que establece ciertos condicionamientos. En concreto, se exige que como consecuencia de la asistencia financiera se produzca una reducción del patrimonio neto (“*net assets*”) que se considere sustancial o bien que éste sea inexistente en la sociedad, configuración, por otra parte, ya contenida en el apartado segundo de la sección 152 de la *Companies Act* de 1985.

La formulación así establecida plantea alguna cuestión interpretativa en relación con las fusiones apalancadas, puesto que, si el planteamiento tiene que ver con el efecto de garantía que supone la modificación estructural, ésta deberá poder ser incardinada en la definición, ya que, de lo contrario, no constituirá un supuesto prohibido. En este sentido, la fusión *per se* no produce un efecto de reducción del patrimonio neto, lo que impide incardinarla, en principio, en la prohibición. Ahora bien, cabe plantearse la razón por la cual

²³⁵ Véase DAVIES, P./ WORTHINGTON, S., *Gower's Principles*, cit., pp. 362-363; FERRAN, E., *Principles of Corporate Finance Law*, Oxford, Oxford University Press, 2008, pp. 279-285.

la cláusula general incorpora una regla de tales características y, por el contrario, la letra b) de la sección 677 configura la garantía como figura a través de la cual se concede asistencia financiera. A nuestro entender, el legislador británico ha optado por establecer como garantía constitutiva de asistencia financiera meramente aquella que es entendida como tal en la contratación financiera o bancaria y no aquellas otras que pueden llegar a entenderse como tales de manera indirecta. Consecuentemente, en la actualidad, la modalidad de fusión apalancada en la que no exista asistencia financiera de alguno de los tipos enumerados en la sección 677 no se encontrará prohibida. Cuestión distinta es la que tiene que ver con el resto de *leveraged buy-outs* si se producen salidas de líquido que sí que contravengan la prohibición, en los que deberán tenerse en cuenta el resto de particularidades de las reglas sobre la interdicción.

2. La distinta regulación de tipos sociales

Como se ha indicado, el legislador británico terminó por diferenciar definitivamente los regímenes aplicables a los diversos tipos sociales en materia de asistencia financiera. Si en la década de 1980 se había producido una flexibilización de las reglas aplicables a las *private companies*, en 2006 se modificaron los correspondientes preceptos para, indirectamente, eliminar la interdicción en los supuestos en los que la sociedad asistente tuviera la condición indicada. En concreto, tanto en la sección 678, para casos de financiación de acciones propias, como en la sección 679 en supuestos de compraventa de títulos de la dominante de una sociedad asistente, las alusiones son en todo caso a las *public companies*. Las *private companies* tan sólo aparecen mencionadas en tanto posibles dominantes de aquellas otras a

las que sí afecta la prohibición de asistencia financiera, tal y como se desprende de la sección 679. Las indicaciones quedan reforzadas por el primer inciso del primer apartado de la sección 682 que advierte que, en todo caso, ninguno de los preceptos aludidos es aplicable a las *private companies*²³⁶.

Las implicaciones para las operaciones apalancadas parecen evidentes. Si una *private company* es la que concede el crédito a otra compañía para que adquiera los títulos en los que está dividido su capital, la transacción será perfectamente lícita con independencia de que la finalidad con la que se llevó a cabo fuera enteramente la de prestar auxilio financiero.

3. Las excepciones

El régimen de excepciones es el elemento que caracteriza, como ha habido ocasión de plantear, el sistema británico regulador de la prohibición de asistencia financiera²³⁷. La referencia contenida en la norma europea ha establecido desde su configuración inicial la necesidad de existencia de una conexión o nexo causal entre la asistencia y la adquisición de acciones. Ya desde los primeros años de la década de 1980, el legislador británico incorporó las excepciones que pretendían dejar fuera del ámbito de aplicación de la regla a aquellas operaciones en las que existiese una razón empresarial que fuese más allá de la asistencia financiera en la que se incurriera o que, incluso, ni siquiera hubiese habido una verdadera voluntad de conceder ningún tipo de auxilio, habiéndose realizado la transacción de buena fe en todo caso. La misma doble excepción, hoy integrada, junto a las anteriores

²³⁶ La cuestión tipológica viene de tallada por DAVIES, P./ WORTHINGTON, S., *Gower's Principles*, cit., pp. 370-371.

²³⁷ Véase el análisis que lleva a cabo LOWRY, J., "The Prohibition Against Financial Assistance...", cit., pp. 16-18.

excepciones, en los apartados segundo y cuarto de la sección 678 –antes en la sección 153 de la *Companies Act* de 1985-, quedaba definida para aquella asistencia financiera que no llevase aparejada una cierta actividad de concesión de crédito, sino que se derivara de la condonación de una deuda. Con posterioridad a la *Companies Act* de 1985, determinados asuntos litigiosos generaron la duda sobre si las recién introducidas excepciones garantizaban la suficiente flexibilidad para la institución de la asistencia financiera.

En concreto, la cuestión se planteó en el caso *Brady v. Brady*²³⁸, donde, con ocasión de una reestructuración de un grupo de sociedades que gestionaba una empresa familiar, se habían realizado algunas transferencias de activos entre las diversas compañías, lo que, en puridad, podía ser entendido como un supuesto de asistencia financiera. En las sucesivas instancias –*Court of Appeal* y *House of Lords*- se debatió sobre la incidencia de las excepciones, entendiendo el órgano judicial supremo que, pese a que se apreciaba buena fe, la transacción no encontraba un verdadero *larger purpose*, por lo que no cabía sino entender que entraba dentro de la prohibición establecida²³⁹. Cabría plantear si la comprensión realizada por el tribunal fue excesivamente rígida o estricta y si se correspondía con la voluntad del legislador británico²⁴⁰. En todo caso, la *Companies Act* de 2006 no ha llevado a cabo modificación alguna que deba ser entendida como una ampliación del ámbito aplicativo de

²³⁸ *Brady v. Brady*, [1988] BCLC 579.

²³⁹ Véase el análisis del caso que realiza POLACK, K., “Companies Act 1985...”, cit., *in totum*, así como PETTET, B. G., “Developments in the law of financial assistance for the purchase of shares”, *JBL*, núm. 3, 1988, pp. 96-110. También, FERRAN, E., *Principles*, cit., pp. 294-295.

²⁴⁰ En este sentido se expresan DAVIES, P./ WORTHINGTON, S., *Gower's Principles*, cit., pp. 368-369.

las excepciones aludidas, sino que ha optado por el mantenimiento de la disciplina.

En particular, alguna voz²⁴¹ ha planteado la razón por la cual no se ha avanzado en la flexibilización de la prohibición en el camino marcado por la Directiva 2006/68/UE, que permitiría la eliminación del sistema de excepciones, al tiempo que transferiría la decisión sobre la procedencia de la transacción, dentro de los conocidos límites, a la Junta General. El planteamiento no deja de ser adecuado si se entiende que el sistema casuístico y el de excepciones obtienen los mismos resultados a la hora de establecer el necesario filtro para las operaciones apalancadas. En caso contrario, esto es, si se perpetuara una interpretación excesivamente estricta de las excepciones por parte de la jurisprudencia, se generaría, de hecho, una menor permisividad de las transacciones consideradas. Quizá, con todo, si finalmente el Derecho de la UE toma la senda del progresivo abandono del sistema del capital social y camina hacia una tutela de los acreedores basada en tests de solvencia, el legislador británico adopta las nuevas fórmulas.

IV. EL CONTROL *EX ANTE* DE TIPO ABSOLUTO SUJETO AL ANÁLISIS EN SEDE DE MODIFICACIONES ESTRUCTURALES: LA CONFIGURACIÓN NORMATIVA EN ESPAÑA

El ordenamiento español es el tercero de los que, tras llevar a cabo una trasposición del Derecho comunitario que excede el contenido originario de la Directiva 77/91/CEE, opta por un control de carácter *ex ante*. La especialidad que éste presenta frente a los casos de Italia y del Reino Unido

²⁴¹ Así, DAVIES, P./ WORTHINGTON, S., *Gower's Principles*, cit., pp. 375-376.

tiene que ver fundamentalmente con su carácter absoluto, que se manifiesta en la incorporación de una cláusula general como la que contenía la antigua sección 54 de la *Companies Act* de 1948. Se trata, consecuentemente, de la fórmula más estricta en la aplicación de la disciplina de la prohibición de asistencia financiera. Sin embargo, seguimos refiriéndonos a un control que opera con anterioridad a que se sustancie la operación y no de una interdicción estricta. En este sentido, la diferencia que se produce con carácter general frente a los casos italiano e inglés tiene que ver con el hecho de que cualquier operación apalancada, incluidas las que transfieren el coste de la deuda a la sociedad objetivo mediante la realización de una fusión, cae bajo la prohibición. La vía que garantiza una cierta permisividad para las transacciones a las que venimos haciendo alusión no ha sido la casuística ni las excepciones, sino una regla específica tan sólo aplicable a los supuestos de fusión apalancada²⁴².

En este sentido, como se analiza ampliamente en los capítulos siguientes, la idea fundamental consiste en advertir de que la fusión posterior a una adquisición con endeudamiento constituye una operación prohibida, habida cuenta de que por efecto de la modificación estructural se produce una asistencia indirecta. Ésta, que no responde estrictamente a ninguno de los negocios de financiación contenidos en el tenor literal de la norma sobre asistencia financiera, da lugar a que el patrimonio de la *target* se establezca como garante genérico de la deuda contraída por la adquirente para su

²⁴² Véanse, por muchos, los análisis realizados del régimen por RONCERO SÁNCHEZ, A., “Fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento del adquirente”, en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F. et al. (Dir.), *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, vol. I, Cizur Menor, Aranzadi, 2009, pp. 721-766, así como LÓPEZ MATEO, M. A., “Asistencia financiera: análisis y crítica del Derecho vigente. Ley 3/2009. (II)”, *RDM*, núm. 273, 2009, pp. 835-892.

adquisición. Habida cuenta de que el precepto español, al contrario que el texto comunitario en su versión originaria, introduce una cláusula general en la que quedarían comprendidas todas las posibilidades, incluso, se entiende, indirectas, de asistencia financiera, la fusión apalancada debe ser considerada prohibida²⁴³. Como consecuencia de esta situación, y para garantizar un resultado económico similar al de los ordenamientos previamente analizados, se estableció en el año 2009, con ocasión de la entrada en vigor de la Ley 3/2009, de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles, un precepto que viene a enervar la prohibición para casos concretos de este tipo de transacciones.

La idea es, como en los casos anteriores, la de establecer un filtro que realice una valoración entre aquellos supuestos económicamente viables y positivos en términos de estrategia empresarial y aquellos otros en los que se aprecien determinados riesgos patrimoniales o de abuso de los administradores. Lo que podría ser entendido como una suerte de casuismo, en cierto modo similar al italiano, por la práctica identidad entre preceptos reguladores de las fusiones apalancadas, no es tal. Ello es así, puesto que la casuística italiana se había basado en el hecho de que existiese un proyecto industrial con efectos positivos para la compañía objetivo, cuando en el caso español, como habrá oportunidad de desarrollar en el Capítulo V, el criterio de aceptación es la posibilidad de repago de la deuda contraída²⁴⁴. Además,

²⁴³ LÓPEZ MATEO, M. A., “Asistencia financiera...”, cit., p. 606 lo establece como posición minoritaria que, sin embargo, entendemos correcta. La postura, sin embargo, es compartida, entre otros, por GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J. A., “Artículo 81”, en ARROYO MARTÍNEZ, I./ EMBID IRUJO, J. M./ GÓRRIZ LÓPEZ, C. (Coords.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, Tecnos, 2009, pp. 850-859, particularmente en la p. 852, así como VELASCO SAN PEDRO, L., “La adquisición de acciones propias...”, cit., pp. 72-73.

²⁴⁴ El art. 35 LME pone el acento, en este sentido, de un lado, en la exigencia a los administradores de que elaboren un plan económico y financiero en el informe e indiquen los vencimientos y los recursos a utilizar para el repago de la deuda en el proyecto y, de otro, en

en el Derecho italiano se modificó en 2008 el régimen de la asistencia financiera, flexibilizándolo a imagen y semejanza de la Directiva 2006/68/UE, lo que no ha ocurrido en el ordenamiento español, donde la capacidad decisoria de la Junta General sobre los *leveraged buy-outs* queda restringida a las fusiones apalancadas. No se contemplan, así, otras operaciones en las que se produzca asistencia financiera de carácter más evidente como pueda ser la constitución de garantías reales sobre bienes de la sociedad adquirida sin fusión posterior.

Seguidamente se da cuenta, de manera separada, del régimen aplicable a estas últimas, tanto en caso de que la compañía sobre la que recaiga el coste de la deuda sea una sociedad anónima, como de responsabilidad limitada, así como la especialidad en caso de fusión apalancada.

1. La sociedad anónima: del art. 81 LSA al art. 150 TRLSC

La prohibición de asistencia financiera definitivamente introducida en la Directiva 77/91/CEE tras la propuesta de la delegación del Reino Unido presentaba una fisonomía determinada que se caracterizaba, en primer lugar, por una enumeración cerrada de supuestos de asistencia financiera prohibida y, en segundo lugar, por tres excepciones para casos concretos. El legislador español, sin embargo, optó por redactar una norma más exigente, similar a la que había tenido vigencia en el Derecho inglés. Por un lado, ésta contemplaba una cláusula general de cierre, de manera que la enumeración de posibles negocios de financiación o garantía no debía entenderse de manera estricta,

que los expertos independientes lleven a cabo un análisis de la razonabilidad de las indicaciones consignadas en los documentos antedichos.

sino como una lista meramente ejemplificativa. Por otro, no se contemplaba la excepción relativa a las sociedades de inversión de capital fijo, al contrario que en el texto comunitario.

1.1. La prohibición de asistencia financiera

El supuesto de hecho normativo contemplado en el ya derogado art. 81 LSA no difiere, salvo en una pequeña cuestión, de la configuración actual del art. 150 TRLSC²⁴⁵, el cual continúa la senda ya iniciada en la reforma del Derecho de Sociedades llevada a cabo a finales de la década de 1980 con ocasión de la adaptación del ordenamiento jurídico español al de la UE. Las consideraciones críticas vertidas por parte de algún sector de la doctrina²⁴⁶ y las sucesivas modificaciones legislativas no han dado lugar a un abandono de la cláusula general ni tampoco a una flexibilización en los términos posibilitados por la Directiva 2006/68/UE. De esta forma, la estructura del precepto sigue siendo la misma y abarca una multiplicidad de casos.

La asistencia financiera prohibida, en términos generales, puede ser, en último término, de tres tipos distintos, que en los diferentes ordenamientos no necesariamente se ponen de manifiesto de la misma manera; en ocasiones adquieren una apariencia diferenciada. En primer lugar, encontramos la concesión de crédito, representada paradigmáticamente en la figura del préstamo, presente en la prohibición en los sistemas legales europeos como

²⁴⁵ Véase, en relación con el art. 150 TRLSC, MORALEJO MENÉNDEZ, I., “Artículo 150”, en ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A./ BELTRÁN SÁNCHEZ, E. (Dirs.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, vol. I, Madrid, Civitas, 2011, pp. 1150-1155.

²⁴⁶ Véase, por muchos, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./ PERDICES HUETOS, A. B., “Art. 81”, en PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./ PERDICES HUETOS, A. B., *Negocios sobre las propias acciones*, vol. IV, Madrid, Civitas, 2003, en URÍA GONZÁLEZ, R./ MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./ OLIVENCIA RUIZ, M. (Dirs.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Madrid, Civitas, 2003, pp. 381-494, específicamente, pp. 385-388.

consecuencia de la trasposición de la Segunda Directiva²⁴⁷. Dicha configuración no es otra que la salida de líquido de la sociedad, que, en principio, tendrá carácter oneroso, pero que nada impide que no lo sea, como puede apreciarse, entre otros, en la sección 677 de la *Companies Act* de 2006 en la medida en que se hace alusión al “*gift*”²⁴⁸. Lo cierto es que se produce una reducción, siquiera transitoria, del patrimonio disponible para hacer frente a los vencimientos que la compañía pueda tener. En segundo lugar, existen vías indirectas de concesión de asistencia financiera que pueden constituir reducciones patrimoniales y que se manifiestan, bien en los anticipos, bien en la condonación o aplazamiento de determinadas obligaciones pecuniarias respecto de las cuales la compañía asistente sea acreedora, como se puede apreciar en el apartado cuarto de la sección 678 de la norma societaria inglesa²⁴⁹. Finalmente, la asistencia financiera puede consistir en la prestación de garantías, reales o personales, que sólo suponen una potencial reducción patrimonial futura en caso de que se produzca el impago por parte del tercero asistido²⁵⁰. De lo anterior se deriva, al tiempo,

²⁴⁷ FLORES DOÑA, M. S., *Adquisición de acciones financiada por la sociedad*, Madrid, EDERSA, 2000, pp. 171 y ss. hace un análisis de las diferentes fórmulas, entendiéndose, en el caso del préstamo, que nos encontramos ante una figura que hace referencia a un negocio jurídico consistente en la concesión de crédito, con independencia del nombre concreto que reciba.

²⁴⁸ Entiende BAYONA GIMÉNEZ, R., *La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Cizur Menor, Aranzadi, 2002, pp. 274-275, que la referencia a los anticipos, al no tener relevancia propia respecto del préstamo, puesto que, en último término, supone una fórmula de otorgación de crédito, la norma, en realidad, se está refiriendo a una suerte de “*liberalidad*”. Reitera la opinión vertida en la p. 284.

²⁴⁹ Indica VAQUERIZO ALONSO, A., *Asistencia financiera*, cit., pp. 167-168, que la prohibición, en este caso, afecta a cualesquiera negocios o actuaciones que supongan “*el incumplimiento prematuro de una obligación previamente contraída por la sociedad con el tercero*”.

²⁵⁰ Véase VAQUERIZO ALONSO, A., *Asistencia financiera*, cit., pp. 171-173, quien plantea las dificultades que puede encontrar la realización, en este caso, de una interpretación extensiva de la concepción de garantía, integrando aquellos negocios jurídicos que tuvieran

que la asistencia financiera prohibida puede escalonarse, entendiendo que, en determinados casos, constituirá en todo caso un perjuicio para la sociedad –negocios a título gratuito-, en otros una reducción patrimonial transitoria –negocios a título oneroso- y, en unos terceros, una mera potencialidad de tal.

Dicho escalonamiento tiene que ver, esencialmente, con la peligrosidad o posibilidad de perjuicio que afecta a la sociedad asistente, que lógicamente, debía ser considerada por el legislador que, no obstante, establece una interdicción para todos, sin perjuicio de la ya indicada enervación producida al aplicar la regla contenida en el art. 35 LME, en caso de fusiones apalancadas. Lo relevante es que el efecto indicado se produce porque la vulneración de la interdicción tiene lugar en aplicación de la indicada cláusula general. Esta última ha de ser interpretada en relación con las posibilidades establecidas en la enumeración ejemplificativa –préstamos, anticipos y garantías- que, a su vez, se corresponde, con mayor o menor exactitud, con el escalonamiento referido²⁵¹. Si los supuestos de asistencia financiera prohibidos abarcan tanto los supuestos de salida efectiva de líquido de la compañía, como aquellos otros en los que sea meramente potencial, parece oportuno entender que se integrarán dentro de las posibilidades de la cláusula de cierre tanto las que sean equivalentes a los primeros, como las que lo sean a los segundos. La fusión apalancada, de esta manera, y a salvo la indicada regla en sede de modificaciones estructurales, se encuentra afectada por la interdicción de auxilio financiero, al igual que el resto de transacciones consistentes en adquisiciones con elevado endeudamiento. Con todo, en el

un resultado económico equivalente. Podría añadirse que, en todo caso, la cláusula general del precepto considerado vendría a permitir dicha posibilidad.

²⁵¹ Puede entenderse que dicha cláusula general tan sólo puede ser dotada de contenido como referencia que da lugar a la interdicción de cualquier negocio jurídico que la sociedad asistente lleve a cabo y cuya consecuencia en términos económicos sea asimilable a la de alguno de los elementos enumerados con carácter previo en el precepto.

caso de las que tienen la fusión como particularidad, la prohibición lo es por una asistencia financiera que se corresponde con el escalón en el que la disminución patrimonial es tan sólo potencial²⁵² y, al tiempo, queda establecido meramente por aplicación de la cláusula general²⁵³.

En el resto de operaciones apalancadas, el legislador español no permite valoración económica alguna, ni por vía de la casuística, ni por aplicación de excepciones relacionadas con el objetivo empresarial. En tales casos, la licitud del *leveraged buy-out* vendrá determinada únicamente por la identidad del financiador de la operación. Si éste es exclusivamente un tercero²⁵⁴ y la compañía adquirida no interviene en modo alguno, no se produce asistencia financiera y, consiguientemente, la transacción es íntegramente válida. No ocurre lo mismo, sin embargo, si en el negocio de financiación interviene la *target*, en cuyo caso, bien nos encontramos ante una vulneración evidente de la disciplina –similar al caso *Manifattura di Cuorgnè*, analizada en el capítulo precedente-, por cuanto se produce una salida de líquido del patrimonio que financia la propia adquisición de las acciones, bien ante la garantía del crédito otorgado por una entidad a la sociedad adquirente²⁵⁵. En este segundo caso,

²⁵² En contra, TRÍAS SAGNIER, M., “La problemática de asistencia financiera”, en TRÍAS SAGNIER, M., (Coord.), *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España. Entidades y operaciones*, Madrid, Marcial Pons, 2006, pp. 155-176, particularmente, pp. 171-174.

²⁵³ Advertía FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Revisión crítica de la prohibición de asistencia financiera (art. 81 LSA)”, *RdS*, núm. 3, 1994, pp. 169-189, que los supuestos de operación apalancada, debería entenderse inaplicable la prohibición en caso de que los recursos utilizados para la concesión de la presunta asistencia se realizaran con cargo a recursos libres (pp. 186-187).

²⁵⁴ Si no es la sociedad la que asiste, difícilmente puede hablarse de asistencia financiera por parte de la sociedad.

²⁵⁵ Véase sobre el particular, FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, M. C., *La asistencia financiera para la adquisición de acciones/participaciones propias*, Granada, Comares, 2001, pp. 100 y ss.

la vulneración es por vía indirecta y puede tener lugar tanto por la afectación de la totalidad del patrimonio de la sociedad objetivo a través de un aval, como a resultas de la hipoteca o pignoración de determinados activos de la *target*²⁵⁶.

Nótese, finalmente, que la prohibición afecta tanto a la financiación de la compraventa de acciones de la propia sociedad, como de aquéllas de la dominante, esto es, en caso de grupo por subordinación. La situación, en todo caso, se ha visto ligeramente modificada tras la entrada en vigor del TRLSC, según el cual la dominante del grupo no sólo puede ser una sociedad anónima, sino también una sociedad de responsabilidad limitada. En este sentido, el apartado primero del art. 150 TRLSC incluye una pequeña modificación respecto de lo contenido en el antiguo art. 81 TRLSA.

1.2. Las excepciones

Los apartados segundo y tercero de la prohibición de asistencia financiera contenida en la legislación sobre compañías capitalistas en España para las sociedades anónimas aluden a las dos excepciones tradicionales, ya introducidas en la primigenia norma inglesa y más tarde recogidas en la Directiva 77/91/CEE. Tienen que ver, como es sabido, de un lado, con la financiación de adquisiciones de acciones por personal laboral, y, de otro, con la asistencia financiera en supuestos en los que la sociedad asistente sea una entidad de crédito. Ambos casos tienen implicaciones de cierta relevancia

²⁵⁶ Cabe considerar, en todo caso, que la aplicación de la prohibición a la fusión apalancada tiene sentido, necesariamente, si se piensa en que si la transacción se llevase a cabo a través del establecimiento de una hipoteca sobre determinados activos de la *target*, en todo caso nos encontraríamos ante una vulneración del precepto. En el caso de que se afecte la totalidad del patrimonio, al confundirse éste con el de la adquirente como consecuencia de la modificación estructural, el número de activos sobre los que pesaría dicha garantía sería igual o mayor en todo caso.

para las operaciones apalancadas, en la medida en que pueden dar lugar a la perfecta licitud de este tipo de transacciones, incluso si se produce asistencia financiera.

A) *La adquisición por los propios trabajadores*

El art. 150 TRLSC establece que la prohibición de asistencia financiera no será aplicable a aquellas salidas de líquido de la sociedad que tengan por objeto financiar a los trabajadores para que adquieran las acciones de la sociedad o los títulos de sociedades anónimas o de responsabilidad limitada que formen parte del grupo en el que éstas se integren. La razón de ser de la introducción de esta fórmula se encuentra en conexión con el principio constitucional según el cual el ordenamiento jurídico debe establecer posibilidades jurídicas para que los trabajadores participen, en línea con una de sus reivindicaciones históricas, del acceso a los medios de producción²⁵⁷. Al tiempo, existe una lógica económica subyacente, que tiene que ver con el establecimiento de vías de escape que permitan la continuación de las actividades empresariales cuando existe una imposibilidad por parte de los socios originarios. Esto puede acontecer, fundamentalmente, en empresas familiares en las que, tras una generación que granjeara cierto éxito en la actividad social, no exista descendencia que pueda continuar la labor con la misma eficacia²⁵⁸.

²⁵⁷ Así, FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Asistencia financiera a los trabajadores para la adquisición de acciones propias (art. 81.2 LSA)”, *RDBB*, núm. 47, 1992, pp. 811-848, concretamente, pp. 814 y ss.

²⁵⁸ PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./ PERDICES HUETOS, A. B., “Art. 81”, cit., pp. 472-473 realizan un resumen de las indicaciones traídas a colación, que tienen que ver, como se decía en el Capítulo I, con una suerte de reducción de los costes de agencia –“*mayor integración, cohesión y fidelidad*” en palabras de los autores-, a lo que añaden objetivos de

La excepción, como se observa, no tiene similitud ninguna con las de “*larger purpose*”, características del Derecho inglés, dado que el fundamento no es tanto la valoración de los efectos económicos positivos de operaciones que tengan características similares, sino antes bien, dar una solución jurídicamente apropiada y económicamente eficiente a una situación concreta que encuentra ciertas dificultades. En tal sentido, no nos referimos al ordenamiento español como un sistema de control *ex ante* basado en excepciones²⁵⁹, sino que lo seguimos considerando como de carácter absoluto, constituyendo el régimen de la fusión apalancada, como se ha puesto de manifiesto, el último resquicio que permite soslayar la interdicción.

La configuración del precepto se refiere, en esencia, a la asistencia financiera para la adquisición por trabajadores de acciones de la sociedad, pero también de otros títulos de sociedades capitalistas integradas en el grupo. Se plantea, en este punto, la problemática jurídica consistente en delimitar la sistemática de este precepto. En concreto, si, en casos de grupos, el apartado primero prohibía tan sólo la asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones de la dominante, no parece ser necesario que la excepción venga referida también a otras compañías del grupo, puesto que sobre ellas no pesa la interdicción. A nuestro entender, la mejor forma de comprender la relación entre los dos apartados del mismo artículo, presumiendo una cierta coherencia legislativa, es la de entender que el grupo al que hace alusión la excepción es el mismo que se configura por

mejora del empleo e incluso de la productividad. El mayor compromiso de los trabajadores también viene señalado como elemento relevante en la doctrina laboralista (NIETO ROJAS, P., “La participación de los trabajadores en el capital social mediante operaciones de asistencia financiera. Especial referencia al artículo 81.2 LSA”, *JL*, núm. 29, 2007, pp. 83-100, particularmente, pp. 85-86).

²⁵⁹ De hecho, como es sabido, la excepción de financiación de la adquisición de las acciones por los trabajadores existía también en el Derecho inglés y ella no es determinante de la configuración del régimen del ordenamiento insular como sistema basado en excepciones.

subordinación en la referencia legislativa del apartado que le precede. El resto de compañías del grupo serían, consecuentemente, tan sólo aquéllas que, directa o indirectamente, tuviesen participación en la que asiste financieramente.

La cuestión primordial, en todo caso, tiene que ver con la consecuencia que dicha excepción puede tener para determinadas operaciones apalancadas que, en su caso, pueden ser consideradas lícitas, pese a que en las mismas se hubiese incurrido en asistencia financiera. Puede entenderse válida la adquisición de la compañía financiada por la propia sociedad siempre y cuando dichos terceros sean los empleados, en cuyo caso se tratará de un *Employee Buy-Out*. La problemática es similar, pero no idéntica, cuando la adquisición de acciones o de la sociedad en su integridad se produce por intervención de los administradores; se trata, en este segundo supuesto, de un *Management Buy-Out*²⁶⁰. El criterio para determinar si debe ser aplicada la excepción y, consecuentemente, la operación debe ser considerada como lícita se establece en la existencia de una relación laboral de altos directivos entre la sociedad y el administrador²⁶¹. Si la vinculación tan sólo es orgánica, la transacción quedará prohibida²⁶².

²⁶⁰ Véase, en clave económica y jurídica, el análisis sobre los diferentes problemas que se pueden generar por los administradores en el desempeño de su cargo, GÓMEZ ROSENDE, J. M./ TAPIA FRADE, A., “Las relaciones entre el Capital Riesgo y los equipos directivos en las operaciones de LBO. Aspectos estructurales y retributivos”, *RECR*, núm. 3, 2008, pp. 41-67, particularmente, pp. 48-49.

²⁶¹ En tal sentido, FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Revisión crítica de la prohibición...”, cit., p. 186, así como, sin distingo alguno, MULLERAT BALMAÑA, R. M., “Management and Leveraged Buy-Outs (adquisición de sociedades por sus propios directivos) aspectos jurídicos”, *RJC*, vol. 90, núm. 2, 1991, 337-358, particularmente, pp. 350-351.

²⁶²Cuestión analizada, ampliamente, por MARÍN DE LA BÁRCENA GARCIMARTÍN, F., “Retribución, asistencia financiera y doctrina del vínculo (STS 1ª de 20 de julio de 2010, [RJ 2010, 6563]”, *RdS*, núm. 37, 2011, pp. 367-378.

B) *Las operaciones habituales en la actividad bancaria*

El art. 150 TRLSC se cierra, como también ocurría con su predecesor, con una segunda excepción relativa a la asistencia financiera conferida por entidades de crédito para la adquisición de sus propias acciones. Es una realidad que, si nos encontramos ante una regla localizada en sede de sociedades anónimas, la única entidad que se podría ver afectada, en todo caso, por lo indicado, sería la bancaria, puesto que es ésta la que responde al tipo social considerado. Ha de indicarse que la excepción afecta a aquellas operaciones que tuviesen lugar con la finalidad de adquirir acciones de la compañía²⁶³ y no con la concesión de crédito genérica que pudiera, en su caso, tener como consecuencia la posterior adquisición de acciones por parte del concesionario del crédito²⁶⁴.

Este tercer apartado del precepto, con todo, establece dos cautelas, en forma de requisitos que tienen incidencia en las transacciones a las que nos venimos refiriendo. En primer lugar, según se colige del tenor literal de la norma, la excepción tan sólo se aplica a aquellos casos de asistencia financiera que tengan lugar como consecuencia de la actuación de la entidad bancaria en las “operaciones ordinarias” consignadas en su objeto social²⁶⁵. Parece evidente que una operación apalancada o *leveraged buy-out* no puede ser entendida como un supuesto de lo antedicho, sino, más bien, de una transacción de carácter extraordinario. No en vano, el régimen sobre

²⁶³ Cuestión sobre la que ponen el acento PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./ PERDICES HUETOS, A. B., “Art. 81”, cit., pp. 487-488.

²⁶⁴ Con todo, la excepción no se encuentra exenta de críticas, como recuerda GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J. A., “Artículo 81”, cit., p. 859, consistente en la advertencia relativa a la peligrosidad o potencialidad lesiva que determinadas operaciones bancarias pudieran acarrear.

²⁶⁵ Véase PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./ PERDICES HUETOS, A. B., “Art. 81”, cit., p. 487.

autocartera surge en el Derecho inglés, como se ha puesto de manifiesto en el capítulo precedente, a partir del caso *Trevor v. Whitworth*, donde se asienta la doctrina *ultra vires*. Ésta consistía en comprender las actuaciones que fueran más allá de lo indicado en el *memorandum of association* como inválidas. Sin perjuicio de las notables diferencias de tiempo, espacio e incluso institución jurídica afectada, lo cierto es que la similitud es relevante. En este sentido, una operación apalancada que incurra en asistencia financiera, siendo la sociedad objetivo una compañía bancaria, se encontrará afectada por la prohibición²⁶⁶, a salvo, claro está, los casos en los que la transacción culmine con una fusión.

El segundo requisito consignado en el apartado tercero lo constituye la necesidad de que la asistencia financiera concedida se realice con cargo a recursos libres²⁶⁷, lo que, a su vez, también proviene²⁶⁷ del tenor literal del apartado segundo del art. 23 de la Directiva 77/91/CEE. Éste sigue siendo, como es sabido, un elemento exigido en la regulación contenida en la Directiva 2012/30/UE y, al tiempo, supone un test de balance propiamente societario que es común a otros preceptos de autocartera y reparto de dividendos. A ello se añade la necesidad, vinculada, de establecer una reserva por la cuantía de la asistencia financiera concedida, aspecto no existente en el originario texto normativo comunitario, pero introducido con posterioridad en la reforma. Del mismo modo, se trata de una cautela exigida también en

²⁶⁶ Puede verse un desarrollo mayor de la cuestión en el capítulo siguiente en el apartado correspondiente a los elementos subjetivos.

²⁶⁷ Como advierte FLORES DOÑA, M. S., *Adquisición de acciones*, cit., pp. 345-346, si la excepción se establece como privilegio de las entidades de crédito como consecuencia de la relevancia de la actividad económica en cuestión, al menos debe ser requerida una mínima garantía patrimonial.

relación con otras reglas, particularmente en la normativa reguladora de las adquisiciones derivativas de acciones propias.

1.3. Analogía y Derecho transitorio

Tras la incorporación de la prohibición de asistencia financiera al Derecho español, que tuvo lugar con ocasión de la reforma de la legislación sobre sociedades anónimas, en 1989, se planteó la duda sobre si la misma interdicción debía ser aplicada a las sociedades de responsabilidad limitada. Es una realidad que, con posterioridad, después de la entrada en vigor de la LSRL en 1995, tal fue el caso y lo ha continuado siendo hasta la actualidad. Se planteaba, a lo largo del sexenio transcurrido entre ambas normas, si la disciplina aplicable a un tipo social debía ser extendida, por su común condición de capitalista, al otro²⁶⁸. La duda tan sólo resultaría relevante, a estos efectos, y analizado en perspectiva más de dos décadas después, para delimitar el régimen jurídico aplicable a supuestos de asistencia financiera concedida por sociedades de responsabilidad limitada durante el período temporal aludido. Por lo demás, la respuesta arroja luz sobre determinados criterios, no ya sólo en clave puramente práctica, sino especialmente desde un punto de vista de la comprensión de las reglas concretas que deben inspirar la exégesis de la interdicción.

A nuestro parecer, la prohibición introducida en la legislación patria en materia de asistencia financiera para las sociedades anónimas no podía *per se* ser aplicada a las sociedades de responsabilidad limitada por diversas razones. En primer lugar, puesto que nada en el contexto legislativo en el que se

²⁶⁸ Así lo indicaba FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, M. C., “En torno a los negocios de asistencia financiera...”, cit., p. 186 y ss. citando a VICENT CHULIÁ, F., *Introducción al Derecho Mercantil*, 6ª Edición, Valencia, Tirant Lo Blanch, 1993, p. 179.

encontraba el ordenamiento jurídico español parecía hacer entender que así debiera ser. Históricamente, la interdicción de auxilio financiero constituía un terreno ignoto para el legislador español que tan sólo había incorporado la regla por imperativo del texto comunitario como consecuencia de la entrada del país en la CEE en 1986. Dicha exigencia de trasposición, además, no afectaba a ambos tipos sociales, sino que tan sólo se requería para las compañías respecto de las que se había introducido en 1989. Además, desde un punto de vista jurídico, la vulneración de la interdicción constituye un ilícito societario que, al tiempo, viene configurado como infracción administrativa que puede llevar aparejada una sanción pecuniaria (art. 89 TRLSA, actualmente art. 157 TRLSC). No parece que la analogía *in malam partem* pueda ser aplicada en el Derecho administrativo sancionador²⁶⁹, lo que impediría tal concepción. A mayor abundamiento, si el legislador hubiese deseado lo contrario, podría haber modificado parcialmente la regulación contenida en la Ley de 17 de julio de 1953 y haber reenviado al intérprete al art. 81 TRLSA.

Ahora bien, podría haberse entendido que lo que no podía ser objeto de analogía debía ser la prohibición en tanto infracción, pero no como desencadenante de efectos jurídico-privados de carácter invalidante. Siendo esto así, podría haberse añadido a la argumentación en pro de una extensión del régimen el hecho de que la norma española contenida en sede de sociedades anónimas había introducido una cláusula general, de manera que se acercaba quizá más a la norma inglesa que a la comunitaria y, consecuentemente, podía tener su elemento de comparación en el

²⁶⁹ Véase, así, NIETO GARCÍA, A., *Derecho administrativo sancionador*, Madrid, Tecnos, 1994, pp. 242 y ss.

ordenamiento anglosajón. Sin embargo, es una realidad que, pese a que la prohibición de asistencia financiera era aplicable también a las *private companies*, en la década de 1980 había sido flexibilizada en gran medida y, además, las diferencias entre tipos sociales en uno y otro sistema legal distaban sustancialmente.

Todo lo anterior permite afirmar que aquellas operaciones apalancadas de cualquier tipo en las que la sociedad *target* fuera una sociedad de responsabilidad limitada fueron perfectamente lícitas hasta el año 1995, de igual modo que lo habían sido, por otro lado, para las sociedades anónimas hasta 1989. Con todo, y sin perjuicio de que mantengamos nuestra posición independientemente de lo que ocurrió con posterioridad, la prohibición de asistencia financiera fue integrada en la LSRL de 1995 y, por añadidura, de manera más estricta.

2. La sociedad de responsabilidad limitada: del art. 40.5 LSRL al art. 143.2 TRLSC

La prohibición de asistencia financiera en el caso de las sociedades de responsabilidad limitada, que se encontraba en el art. 40.5 LSRL desde 1995 y que, con la entrada en vigor del TRLSC, pasó, con apenas modificaciones de estilo, al art. 143.2 TRLSC²⁷⁰, reviste diferencias relevantes respecto al régimen de las sociedades anónimas. Como se advertía, en este segundo tipo social, la configuración es mucho más rígida, en la medida en que no se establecen excepciones. Así, compete analizar, en primer lugar, la razón de ser de la introducción de una prohibición de asistencia financiera también

²⁷⁰ Sobre el particular, MORALEJO MENÉNDEZ, I., “Artículo 143”, en ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A./ BELTRÁN SÁNCHEZ, E. (Dirs.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, vol. I, Madrid, Civitas, 2011, pp. 1096-1103.

para el tipo social que ahora nos ocupa y, seguidamente, las razones para la inexistencia excepciones, sean al estilo de la legislación inglesa introducida en la década de 1980, sean las concretas la originaria normativa comunitaria, parcialmente contenidas en la regulación española sobre sociedades anónimas.

2.1. La norma comunitaria como Directiva de mínimos. El Derecho nacional

La Directiva 77/91/CEE establecía en su art. 23 una regulación sobre la prohibición de asistencia financiera que, como se ha puesto de manifiesto, constituía una suerte de fórmula intermedia pactada entre los intervinientes en la redacción del precepto. La regla constituye un mínimo que ha de ser incorporado en la legislación de cada uno de los Estados Miembros en un período determinado de tiempo posterior. En el caso de la institución que nos ocupa, como ha habido oportunidad de exponer, la configuración dada a los preceptos por cada uno de los Estados Miembros fue relativamente diversa. De este modo, por un lado, el art. 2501 bis Cc, con la excepción de la referencia a los anticipos, que se entendía integrada en el amplio concepto de préstamo, y, de igual modo, el § 71a AktG en el caso alemán, reproducían con práctica identidad el tenor de la Directiva. Por el contrario, la norma inglesa y el precepto español incorporaban una cláusula general que suponía dotar de una mayor amplitud al ámbito de aplicación de la regla. Que la indicada fuese la opción legislativa del Reino Unido parece comprensible, en la medida en que contaban con una tradición histórica en la cuestión; no ocurría lo mismo, sin embargo, en el caso español, por lo que la decisión no responde a ninguna lógica legislativa.

La misma problemática ocurre en relación con la cuestión tipológica, y es que la prohibición de asistencia financiera, que en la Directiva tan sólo se exige para las sociedades anónimas, se extiende para las de responsabilidad limitada²⁷¹. Dicha extensión, también llevada a cabo en el ordenamiento italiano y, aunque con algún matiz, en la primera norma inglesa posterior al texto comunitario –más tarde se ha excluido completamente la aplicación en la *Companies Act* de 2006²⁷²-, no así en el caso alemán, no se alcanza a comprender. Esto es así, especialmente, si se piensa en las diferencias tipológicas existentes entre sociedad anónima y de responsabilidad limitada en el ordenamiento español, algunas de las cuales tienen incidencia relevante en este punto. Si el art. 4 TRLSC exige un capital mínimo de 60.000 euros para el primero de los tipos sociales considerados, el mismo precepto requiere un mínimo de 3.000 para el segundo –hoy, por lo demás, indirectamente abolido a través del régimen de la sociedad de formación sucesiva del art. 4 bis TRLSC²⁷³-. Igualmente, si se comparan los arts. 108 y 123.2 TRLSC puede observarse que el legislador establece una configuración de la sociedad anónima como compañía abierta en la que la transmisibilidad de los títulos que integran su capital social es completa o tendencialmente libre y otra para la sociedad de responsabilidad limitada en la que ocurre lo contrario, esto es,

²⁷¹ Sobre la cuestión, véase VELASCO SAN PEDRO, L., “Arts. 39-42”, en ARROYO MARTÍNEZ, I./ EMBID IRUJO, J. M. (Dirs.), *Comentarios a la Ley de Sociedades de Responsabilidad limitada*, Madrid, Tecnos, 1997, pp. 455-513; PANTALEÓN PRIETO, A. F./ PORTELLANO DÍEZ, P., “Arts. 40-41”, en PANTALEÓN PRIETO, A. F./ PORTELLANO DÍEZ, P./ VÉRGEZ SÁNCHEZ, M., *Régimen de las Participaciones Sociales en la Sociedad de Responsabilidad Limitada*, vol. XIV, Madrid, Civitas, 2003, en URÍA GONZÁLEZ, R./ MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./ OLIVENCIA RUIZ, M. (Dirs.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Civitas, Madrid, 2003, pp. 478-486.

²⁷² FERRAN, E., *Principles*, cit., pp. 287-288.

²⁷³ Véase la parte correspondiente a la sociedad de responsabilidad limitada de formación sucesiva en VICENT CHULIÁ, F., “La Ley de apoyo a los emprendedores y a su internacionalización (LAEI): aspectos mercantiles”, *RdP*, núm. 33, 2014, pp. 23-70.

que la transmisibilidad de las participaciones a terceros ajenos a la compañía se encuentra muy limitada.

Teniendo en cuenta los elementos antedichos, no se alcanza a comprender la razón de la prohibición de asistencia financiera para las sociedades de responsabilidad limitada, especialmente con posterioridad a la entrada en vigor del art. 4 bis TRLSC. Si la asistencia financiera se encuentra vinculada con la tutela del capital social y éste es ínfimo, puede ser incluso menor en origen tras la reforma por la que se introdujo el precepto citado y, generalmente, la enajenación a terceros de participaciones se encuentra limitada, no se alcanza a comprender la razón de ser de la aplicación a este tipo de compañías. Tampoco se logra entender desde el punto de vista del posible riesgo de abuso de administradores, en la medida en que éste tiende a alinearse, en sociedades de estas características, con los intereses del socio mayoritario. Si se adquieren participaciones de la sociedad, o bien serán del mayoritario, para cuya enajenación éste no tiene ningún incentivo, o bien serán del minoritario, en cuyo caso éste venderá si el precio y las condiciones le resultan adecuadas o interesantes.

2.2. *La ausencia de excepciones*

La perplejidad que causa la extensión de la interdicción a las sociedades de responsabilidad limitada todavía hoy se ve incrementada si se atiende a la estructura de la norma que, si comprende una configuración idéntica en el supuesto de hecho normativo, no incorpora, sin embargo, las excepciones propias del régimen de las sociedades anónimas. En concreto, el actual art. 143.2 TRLSC y, con anterioridad, el art. 40.5 LSRL, establecían la regla de la interdicción basada en una serie de negocios de financiación incorporados

a título ejemplificativo y una cláusula general que recoge todos aquellos no específicamente contemplados. Seguidamente, sin embargo, no se introduce regla alguna en relación con las excepciones, que no aparecen²⁷⁴. Si en el caso de la actividad de las entidades de crédito, la explicación tiene razones de sistemática tipológica, en el caso de la financiación de adquisiciones de títulos por los empleados de la sociedad, la duda no queda resuelta.

A) *La actividad de las entidades financieras: la tipología como elemento determinante*

La razón de ser de la no inclusión de la excepción referida a aquellas adquisiciones de participaciones financiadas por la propia sociedad en ejercicio de su actividad ordinaria responde a la propia naturaleza de las personas jurídicas que pueden contemplar dicha actividad en su objeto social²⁷⁵. En tal sentido, es una realidad que las entidades de crédito pueden ser de tres tipos, a saber, sociedades anónimas –los bancos-, fundaciones –las cooperativas de crédito- y sociedades cooperativas –las cooperativas de crédito-, pero, en ningún caso, sociedades de responsabilidad limitada²⁷⁶. Con independencia de que la prohibición de asistencia financiera tan sólo sea relevante para las entidades bancarias, lo cierto es que en ningún caso se plantea la problemática para las compañías de tipo capitalista que analizamos.

²⁷⁴ VELASCO SAN PEDRO, L., “Arts. 39-42”, cit., p. 506, quien no obstante, plantea que sí que debería permitirse la excepción relativa a la financiación de la adquisición de acciones por parte de los trabajadores.

²⁷⁵ PANTALEÓN PRIETO, A. F./ PORTELLANO DÍEZ, P., “Arts. 40-41”, cit., p. 480.

²⁷⁶ Sobre la noción de entidad de crédito a efectos de la excepción, téngase en cuenta FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, M. C., *La asistencia financiera*, cit., p. 305.

B) *Los trabajadores: la posible justificación económica*

Mucho más discutida y menos evidente es la razón que justifica la ausencia de excepción alguna para el supuesto de la asistencia financiera conferida para la adquisición de participaciones por parte de los trabajadores de la sociedad. De las posibles interpretaciones que se han traído a colación, muchas de ellas tienen que ver, en esencia, con aspectos tipológicos que, en su mayoría, no responden a verdaderas diferencias entre la sociedad anónima y la de responsabilidad limitada, lo que ha sido puntualmente advertido por la doctrina²⁷⁷. Frente a ello, quizá pueda argumentarse que la razón sea puramente económica y que tenga que ver con el hecho de que, con mayor habitualidad, las sociedades de responsabilidad limitada pueden emplear también a socios, lo que supondría tanto como garantizar que la sociedad pudiera soslayar la prohibición²⁷⁸.

Sin perjuicio de que ello podría ocurrir también en la sociedad anónima y de que, en todo caso, la actuación constituiría un fraude de ley, lo que evita que pueda considerarse como razón de ser, lo cierto es que, con independencia de ello, el efecto producido en el tipo social analizado tendría un efecto nocivo menor. La razón de esta afirmación tiene que ver con el menor capital social exigido, que permite considerar que, en todo caso, si se vulnerara la prohibición, el efecto será potencialmente más reducido que en la sociedad anónima. En cualquier caso, es una realidad que el tipo social asiduamente utilizado por las empresas familiares, en las que se puede observar la razón

²⁷⁷ PANTALEÓN PRIETO, A. F./ PORTELLANO DÍEZ, P., “Arts. 40-41”, cit., pp. 480-481.

²⁷⁸ PANTALEÓN PRIETO, A. F./ PORTELLANO DÍEZ, P., “Arts. 40-41”, cit., p. 482.

de ser de la excepción de adquisición de los trabajadores, tiende a ser el de sociedades de responsabilidad limitada. Siendo esto así, pareciera que una regla similar a la del apartado segundo del art. 150 TRLSC tendría incluso más razón de ser en una sociedad de responsabilidad limitada, que en el otro tipo social capitalista.

2.3. La fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente: el art. 35 LME (remisión)

Los arts. 150 y 143.2 TRLSC constituyen dos preceptos quizá excesivamente rígidos, no sólo en origen, sino particularmente en la actualidad desde que existe la posibilidad flexibilizadora otorgada por la Directiva 2006/68/UE. Lo cierto es que, en todo caso, se ha establecido una regla que permite una valoración económica sobre las posibles ventajas e inconvenientes de algunas operaciones apalancadas. En este sentido, el art. 35 LME ha establecido, desde su entrada en vigor, una fórmula mediante la cual enervar la prohibición de asistencia financiera en caso de *leveraged buy-outs* afectados por ésta como consecuencia de la transmisión del coste de la deuda a la sociedad objetivo mediante una fusión. Podría entenderse que la regla constituye, hasta cierto punto, la trasposición de la Directiva 2006/68/UE, con la particularidad de que el legislador español ha optado por restringir el ámbito de la norma tan sólo a aquellas operaciones en las que la asistencia financiera venga dada por efecto de la fusión –auxilio financiero que, por lo demás, no se contempla en el texto europeo por inexistencia de cláusula general-.

De este modo, la única vía de escape de la prohibición absoluta de asistencia financiera, que afecta de manera relevante a las operaciones

apalancadas, se encuentra en el precepto referido. El análisis pormenorizado del mismo se lleva a cabo en los siguientes capítulos, a los que nos remitimos.

V. EL CONTROL *EX POST*: EL ORDENAMIENTO ESTADOUNIDENSE

El ordenamiento estadounidense abandonó el régimen del capital social hace más de tres décadas²⁷⁹, lo que prácticamente coincide con la introducción del mismo en los sistemas legales europeos por imperativo comunitario –sin perjuicio, claro está, de aquéllos que ya contaban con normas similares-²⁸⁰. Consecuentemente, no existen reglas sobre autocartera en la actualidad tal y como fueron configuradas por la Directiva 77/01/CEE ni tampoco, consecuentemente, norma prohibitiva alguna que se asemeje a la prohibición de asistencia financiera. Al contrario, existe un régimen unificado por el que se establecen unos determinados límites a las salidas patrimoniales de la sociedad que sean abonadas a los socios²⁸¹. El incumplimiento de las mismas puede acarrear consecuencias de índole diversa, tanto en sede societaria, como concursal.

La valoración que se ha de llevar a cabo para la determinación de la validez de dichas salidas, que, como se analiza seguidamente, pueden tener

²⁷⁹ Véase a tal efecto lo que ha sido considerado como la obra paradigmática del cambio producido en relación con el capital social, MANNING, B./ HANKS, J., *Legal Capital*, 3rd Edition, Westbury (NY), The Foundation Press, 1990.

²⁸⁰ Entre los autores europeos se han hecho eco de la realidad consistente en la inexistencia de requerimiento alguno de capital social mínimo, ENGERT, A., “Kapitalgesellschaften ohne gesetzliches Kapital: Lehren aus dem US-amerikanischen Recht”, en LUTTER, M. (Hrsg.), *Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa*, Berlin, DeGruyter, 2006, pp. 743-798.

²⁸¹ Dentro de las cuales no sólo se encuentran cualesquiera recompras de acciones o concesiones de asistencia financiera, sino también repartos de dividendos.

relevancia en el caso de las operaciones apalancadas, tienen carácter *ex ante*, pero no exigen ni la actuación de la Junta General ni la elaboración de una determinada documentación por parte de expertos independientes. Siendo esto así, el control que se produce tiene lugar con carácter *ex post* en vía judicial. Las instituciones jurídicas aplicadas a los *leveraged buy-outs*, como se observa seguidamente, no difieren en exceso de determinadas fórmulas existentes en ordenamientos europeos²⁸², pero en este caso, no existe un condicionamiento derivado de la prohibición de asistencia financiera. Así, a continuación se trata, en esencia, el funcionamiento general de los tests de solvencia y, particularmente, en relación con la posible responsabilidad para los administradores, así como, por otro lado, las instituciones concursales que sirven como remedio una vez se ha producido la insolvencia.

1. Tests de solvencia

Los tests de solvencia constituyen una fórmula ideada con ocasión de la introducción del RMBCA (*Revised Model Business Corporation Act*) con el objetivo de la tutela de los acreedores en sustitución del establecimiento de un capital social mínimo. Así, ha de advertirse que los tests de solvencia responden a dos construcciones divergentes que, comúnmente, y, de manera especial, en el Derecho de Sociedades de los Estados Unidos, aparecen de

²⁸² Por un lado, si se piensa en la figura de los tests de solvencia en sí mismos, el régimen de las fusiones apalancadas (art. 35 LME) en España responde, como se verá en el Capítulo V, a una estructura de test de solvencia, fisionomía que comparte, entre otros, con el § 64 GmbHG en el Derecho alemán de sociedades de responsabilidad limitada. Por otro lado, en materia concursal, son numerosos los ordenamientos en los que existen reglas similares a las de *fraudulent transfer*. Así, a modo de ejemplo, en España existen las acciones rescisorias concursales (art. 71 LC) y en Alemania las *Insolvenzanfechtungen* (§ 133 InsO). La divergencia con el Derecho estadounidense consiste, pese a todo, en la inexistencia de regla alguna similar a la prohibición de asistencia financiera, lo que en último término requiere concebir el tratamiento jurídico de las operaciones apalancadas a través de reglas generales del Derecho de Sociedades y, especialmente, del Derecho Concursal.

manera conjunta. Nos referimos a la diferenciación que ha de trazarse entre test de balance²⁸³ y test de liquidez²⁸⁴. El primero hace alusión a la necesidad de observar si existen más activos que deuda u obligaciones, es decir, si la compañía cuenta con un patrimonio neto, mientras que el segundo tiene que ver con la capacidad de repago de las deudas que se hubiesen contraído y, en concreto, con la posibilidad de hacerse cargo de los vencimientos que afecten a la sociedad en un determinado período temporal.

La § 6.40 RMBCA²⁸⁵, norma modelo que es adoptada en el Derecho de Sociedades de numerosos estados, establece que se podrán realizar “*distribution*” a los socios siempre y cuando se cumpla tanto el test de balance, como el test de liquidez²⁸⁶. Así, sobre el primero se advierte que los activos (“*assets*”) deberán ser mayores que la suma de las deudas u obligaciones (“*liabilities*”) y los derechos de preferencias en la percepción del dividendo que pudieran asistir a determinados accionistas (“*preferential rights*”). El concepto de “*distribution*” al que se alude, que en otras ocasiones hemos calificado en lengua castellana como salidas de líquido o salidas patrimoniales constituyen un término genérico en el que se unifican diversas

²⁸³ Sobre la relación entre fondos propios y ajenos véase, entre nosotros, GUASCH MARTORELL, R., “La doctrina de la infracapitalización: aproximación conceptual a la infracapitalización de las sociedades”, *RDM*, núm. 234, 1999, pp. 1489-1514, en especial, pp. 1494 y ss.

²⁸⁴ Véase sobre la distinción, HEATON, J. B., “Solvency Tests”, *Bus. Law.*, núm. 62, 2006-2007, pp. 983-1006.

²⁸⁵ Véase sobre la cuestión el análisis de HANKS, J. J., “Legal Capital and the Model Business Corporation Act: an Essay for Bayless Manning”, *Law & Contemp. Probs.*, núm. 74, 2011, pp. 211-230, particularmente, pp. 217 y ss., donde establece las oportunas relaciones entre el precepto considerado y la §8.30 del mismo cuerpo normativo.

²⁸⁶ Así lo indica MANNING, B., “Assets in and Assets out: Chapter VI of the Revised Model Business Corporation Act”, *Tex. L. Rev.*, núm. 63, 1984-1985, pp. 1527-1535, particularmente, p. 1534. Véase también MCGOUGH, P., “Statutory limits on a corporation’s right to make distributions to shareholders: the law of distribution in the 1984 revised Model Business Corporation Act”, *Akron L. Rev.*, núm. 21, 1987-1988, pp. 27-44.

figuras, tal y como dispone la § 1.40 (6) RMBCA. Dentro del mismo se encuentran incluidos tanto los dividendos, como aquellas prestaciones que constituyan adquisiciones derivativas de acciones propias (“*share repurchases*”). En este sentido, las salidas de líquido pueden tener lugar siempre y cuando se cumpla el test de balance y, al tiempo, se pueda hacer frente a los diversos vencimientos “*as they become due in the usual course of business*”, lo que supone entender que tan sólo han de ser consideradas las obligaciones pecuniarias habituales de la actividad empresarial diaria. Los posibles abonos a realizar en situaciones de fuerza mayor, consiguientemente, no deberán ser tenidos en cuenta y no tendrán relevancia en caso de impago a los efectos de determinar responsabilidades²⁸⁷.

En particular, la cuestión tiene que ver con la aplicación de las §§ 8.30 y 8.33 RMBCA, en las que se establece la responsabilidad derivada para los administradores en caso de incumplimiento de los tests de solvencia a la hora de llevar a cabo distribuciones en el sentido antes referido. Concretamente, la § 8.33 establece una responsabilidad para los administradores por la salida de líquido en cuestión para el caso de que incumpliera el *standard* de actuación consignado en la § 8.30.

Por lo que se refiere a aquellos estados con cierta relevancia en el Derecho de Sociedades que, sin embargo, no introducen la regla genérica del RMBCA, cabe hacer alusión tanto al caso de Delaware, como al de California. Una situación similar es la que se observa en el ordenamiento del estado de Delaware, legislación a la que se someten un muy elevado porcentaje de las compañías estadounidenses. La § 170 b DGCL establece un test de solvencia en términos similares para supuestos de dividendos, pero lo hace en términos

²⁸⁷ El funcionamiento del control de las salidas de líquido de la sociedad en el ordenamiento norteamericano viene analizado con cierto detalle en KÜBLER, F., *Aktie, Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt*, Köln, Bank-Verlag, 1989, pp. 36 y ss.

más amplios, entendiendo que no es necesario un *capital surplus*, como exige el test de balance del RMBCA²⁸⁸. En el caso de California, por el contrario, la norma es más estricta, en la medida en que la § 501 CCC exige en el test de balance que los activos supongan el 125% de las deudas que hubiese contraído la compañía, es decir, que las superen en un cuarto²⁸⁹.

Por lo que respecta a la aplicación de estas reglas sobre limitación de las distribuciones a las operaciones apalancadas, ha de decirse que en la medida en que la sociedad adquirente deviene socio de la *target* tras la adquisición de sus acciones, las cantidades pecuniarias recibidas de la sociedad objetivo deberán ser entendidas como salidas patrimoniales. La cuestión difiere según nos encontremos ante un negocio de financiación en sentido estricto, en el que la afectación patrimonial resulta evidente, o en una garantía, en la que aquélla tan sólo es potencial. Sin embargo, se entiende que en ambos casos se ve afectada por la limitación, puesto que en el test de solvencia se lleva a cabo un ejercicio de pronóstico que debe tener en cuenta todos los posibles acaecimientos venideros, a no ser que se entienda en términos restrictivos la expresión relativa a “*the usual course of business*”.

2. *Fraudulent transfers*

La relevancia de los tests de solvencia, sin embargo, tiene especial relevancia, en particular, en las instituciones concursales que actúan con

²⁸⁸ Para un análisis comparado del régimen de la RMBCA y el de Delaware, véase DOOLEY, M. P./ GOLDMAN, M. D., “Some Comparisons Between the Model Business Corporation Act and the Delaware General Corporation Law”, *Bus. Law.*, núm. 56, 2000-2001, pp. 737-766.

²⁸⁹ Véase BEN-DROR, Y., “An Empirical Study of Distribution Rules Under California Corporations Code § 500: Are Creditors Adequately Protected”, *U. C. Davis L. Rev.*, núm. 16, 1982-1983, pp. 375-418.

carácter *ex post* y es en esta realidad donde tienen lugar la mayoría de los asuntos litigiosos relacionados con supuestos de operaciones apalancadas. En particular, cabe hacer alusión a una fórmula de tutela de los acreedores en casos en los que el deudor se encuentra en situación de insolvencia, como es la regulación sobre *fraudulent transfers*²⁹⁰, equiparables a las acciones rescisorias concursales.

Por lo que se refiere a las primeras, herederas de las reglas sobre *fraudulent conveyance*, se producen cuando determinadas actuaciones consistentes en negocios jurídicos que dan lugar a salidas patrimoniales se han producido en perjuicio de la masa y, consecuentemente, a efectos de tutelar a los acreedores, deben volver a la misma. En este sentido, para que se pueda aplicar la regla, la § 547 BC exige la previa situación de insolvencia y, además, la § 548 del mismo cuerpo legal requiere que no se hubiese atendido a un test de solvencia que permitiese entender que la transacción no iba a permitir hacer frente a los sucesivos vencimientos de deudas que hubiese contraído la sociedad. Similar contenido tienen las §§ 4 y 5 UFTA, aunque estos preceptos tienen particularidades determinadas. En concreto, la § 4 permite la rescisión de aquellos *transfers* que se hubiesen producido con intención de defraudar a los acreedores tanto por viejos, como por futuros acreedores, esto es, aquéllos que no existieran en el momento de la transacción en cuestión (“*present and future creditors*”). Por el contrario, la § 5 UFTA hace alusión tan sólo a los acreedores preexistentes en casos en los

²⁹⁰ Con carácter general puede verse el trabajo de CLARK, R. C., “The Duties of the Corporate Debtor to its Creditors”, *Harv. L. Rev.*, núm. 90, 1976-1977, pp. 505-562, donde el autor establece las diferentes instituciones que actúan como elementos de tutela de los acreedores sociales, entre los que se encuentran tanto los *fraudulent conveyances*, como la *equitable subordination* (pp. 517 y ss.), conforman todas una suerte de conjunto jurídico que tiene por objeto un mismo fin. Una consideración de ambos institutos puede verse, entre nosotros, en ALONSO LEDESMA, C., “Algunas reflexiones sobre la función...”, cit., pp. 144 y ss.

que el *transfer* se hubiese realizado sin una contraprestación adecuada (“*reasonably equivalent value*”), esto es, en términos similares a lo expresado en el apartado quinto del art. 25 de la Directiva 2012/30/UE.

En el caso de operaciones apalancadas²⁹¹, la cuestión se plantea en relación con las salidas patrimoniales que pueden producirse con ocasión de la financiación otorgada por la *target*. La duda se plantea, en esencia, en relación con lo que debe entenderse por distribución o salida patrimonial y si cabe entender que ello ocurre en supuestos de *leveraged buy-out*. En el caso *Munford v. Valuation Research Co.*²⁹², sometido a Derecho del Estado de Georgia, pero con reglas similares, el *11th Circuit* de la *Court of Appeals* entendió que debía optarse por una exégesis finalista de la norma y aplicarla en el sentido que contribuyera a la tutela de los acreedores²⁹³. Por el contrario, en el caso *C-T of Virginia, Inc. v. Barrett*²⁹⁴, el *4th Circuit* consideró que si la distribución se había producido como consecuencia de una decisión tomada por los administradores en cumplimiento de la *business judgment rule*, no podían darse consecuencias.

²⁹¹ Sobre la aplicación de las reglas sobre *fraudulent conveyance* a las operaciones apalancadas puede verse SHERWIN, E. L., “Creditors’ Rights Against Participants in a Leveraged Buyout”, *Minn. L. Rev.*, núm. 72, 1987-1988, pp. 449-521, en concreto, p. 472 y ss.; QUEENAN JR., J. F., “The Collapsed Leveraged Buyout...”, cit., pp. 6 y ss.; CARLSON, D. G., “Leveraged Buyouts in Bankruptcy”, *Ga. L. Rev.*, núm. 20, 1985-1986, pp. 73-121, en particular, pp. 89 y ss.; SLOAN, P. A., “Leveraged Buyouts and Fraudulent Conveyances: Lenders and Shareholders Beware”, *Mo. L. Rev.*, núm. 53, 1988, pp. 761-777.

²⁹² *Munford v. Valuation Research Co.*, 97 F.3d 456 (11th Cir. 1996).

²⁹³ Un análisis del mismo puede verse en SILVERMAN, J. N., “*In Re Munford and the Trustee in Bankruptcy: Should Georgia’s Distribution Statute Apply to Leveraged Buyouts*”, *Bankr. Dev. J.*, núm. 15, 1998-1999, pp. 519-553.

²⁹⁴ *C-T of Virginia, Inc. v. Barrett*, 958 F.2d 606 (4th Cir. 1992).

VI. LAS PARTICULARIDADES TIPOLÓGICAS DEL CASO ALEMÁN

Hasta el momento hemos tomado en consideración determinados ordenamientos escogidos en los que el tratamiento jurídico de las operaciones apalancadas operaba con carácter *ex ante* o *ex post* en aras de una tutela de garantizar la oportuna tutela de determinados sujetos económicos afectados, como son, esencialmente, los acreedores y los socios minoritarios. Con la excepción del caso inglés, en el cual se había producido un progresivo distanciamiento entre los regímenes aplicables a los diferentes tipos sociales capitalistas –*public y private companies*–, pero que en origen y hasta la *Companies Act* de 2006, habían seguido la misma senda, la configuración había revestido cierta univocidad. En el caso alemán, por el contrario, se aprecia cierta singularidad que hace a este ordenamiento jurídico acreedor de una particular atención. En concreto, tras la definitiva incorporación de la prohibición de asistencia financiera a la Directiva 77/91/CEE, el legislador germánico optó por una trasposición mimética de la regla y ajustada a los estrictos elementos contenidos en la misma²⁹⁵. En tal sentido, la prohibición tan sólo se aplica a las sociedades anónimas (AG), no así a las sociedades de responsabilidad limitada (GmbH), no contiene cláusula general alguna y establece las excepciones habituales.

De este modo, en el caso de operaciones apalancadas en las que la sociedad objetivo sea una AG, el criterio de control revestirá carácter *ex ante* en la medida en que existe la prohibición de asistencia financiera. Sin

²⁹⁵ LUTTER, M./DRYGALA, T., “§ 71a”, en ZÖLLNER, W./NOACK, U. (Hrsg.), *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, 3. Auflage, Köln, Carl Heymann, 2011, pp. 290-326, concretamente, pp. 290-291; CAHN, A., “§ 71a”, en SPINDLER, G./STILZ, E. (Hrsg.), *Kommentar zum Aktiengesetz*, München, C. H. Beck, 2010, pp. 756-777, en particular, p. 757.

embargo, la cuestión sobre la doctrina del negocio en fraude de ley del Derecho italiano prácticamente no se plantea en este ordenamiento, por lo que la fusión apalancada es perfectamente lícita²⁹⁶. Cuestión distinta es si un determinado *leveraged buy-out* se financia con cargo a la *target* y la salida de líquido en cuestión se produce de forma que pueda ser entendida como alguno de los negocios que revisten asistencia financiera prohibida según la norma de trasposición, apartado primero del § 71a AktG²⁹⁷. La duda se ha venido planteando, con todo, desde el origen, en relación con la necesidad de una regulación de la prohibición de asistencia financiera si ya existía una regla que impide reducciones patrimoniales de características similares -§§ 57.1 AktG y 30 GmbHG-²⁹⁸, lo que hasta cierto punto ha alcanzado un cariz diferente tras la reforma operada en 2008 por *MoMiG*.

En el caso de las GmbH, y sin perjuicio del ya referido § 30 GmbHG, las posibilidades de actuación pueden operar *ex post* al aplicar la doctrina jurisprudencial de la *Existenzvernichtungshaftung*²⁹⁹, configurada para grupos, pero que en el caso de determinadas operaciones apalancadas, puede

²⁹⁶ Entre las excepciones, plantea BEZZENBERGER, T., “71a AktG”, en SCHMIDT, K./LUTTER, M. (Hrsg.), *Aktiengesetz*, Köln, Otto Schmidt, 2008, pp. 837-846, para quien la aplicación de la prohibición dependerá de la sociedad cuya personalidad jurídica se extinga (p. 844).

²⁹⁷ Véase, entre otros, KERBER, M. C., “Unternehmenserwerb im Wege der Schuldübernahme und nachfolgender Verschmelzung”, *NZG*, núm. 2, 2006, pp. 50-53, quien distingue ambos supuestos y expresa su opinión respecto al que no cuenta con fusión en el sentido aludido (p. 53). También, NUYKEN, A., “Finanzielle Unterstützung bei Private-Equity-Transaktionen – Fallstudien zu § 71a AktG”, *ZIP*, núm. 40, 2004, pp. 1893-1900, particularmente, pp. 1894-1895.

²⁹⁸ Sobre la problemática, especialmente, HABERSACK, M., “Die finanzielle Unterstützung des Aktienenerwerbs – Überlegungen zu Zweck und Anwendungsbereich des § 71 a Abs. 1 Satz 1 AktG”, en CREZELIUS, G./HIRTE, H./VIEWEG, K. (Hrsg.), *Festschrift für Volker Röhrich zum 65. Geburtstag*, Köln, Otto Schmidt, 2005, pp. 155-179.

²⁹⁹ La traducción siempre difícil del concepto podría dar lugar a una expresión castellana como “aniquilación de la existencia”.

tener una importante virtualidad. Particularmente puede tener interés en supuestos de operaciones apalancadas económicamente inviables en las que, probándose una determinada actuación dolosa, se produzcan vaciamientos patrimoniales que lleven a la compañía a una situación de insolvencia.

1. La *Aktiengesellschaft* (AG)

En el tratamiento jurídico de las operaciones apalancadas en supuestos en los que la sociedad objetivo sea *Aktiengesellschaft* entran en juego dos preceptos fundamentalmente, que tienen que ver, de un lado, con la prohibición de asistencia financiera, § 71a.1 AktG, y, de otro, con la prohibición general de devolución de aportaciones o salidas de líquido a los socios (*Ausschüttungssperren*), § 57 AktG³⁰⁰. Sobre la relación entre ambas reglas se ha especulado en la doctrina a lo largo de la última década, pero ha adquirido particularmente relevancia tras la reforma de la legislación societaria que tuvo lugar con ocasión de la entrada en vigor de *MoMiG*. Compete, en tal sentido, delimitar las diferencias entre ambas disciplinas, tanto desde el punto de vista de su funcionalidad, como de los bienes jurídicos tutelados y, al tiempo, tomar en consideración las implicaciones que puedan tener para las operaciones apalancadas.

1.1. La regulación del § 71a.1 AktG

El § 71a.1 AktG surge a consecuencia de la obligación de trasposición dimanante de la Directiva 77/91/CEE, que se incorpora en términos similares

³⁰⁰ Véase, en su totalidad, CAHN, A./ VON SPANNENBERG, M. A. S., “§ 57”, en SPINDLER, G./ STILZ, E. (Hrsg.), *Kommentar zum Aktiengesetz*, München, C. H. Beck, 2010, pp. 496-544, así como DRYGALA, T., “§ 57”, en ZÖLLNER, W./ NOACK, U. (Hrsg.), *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, Köln, Carl Heymann, 2011, pp. 176-297.

a la legislación de sociedades anónimas en Alemania. La rúbrica del precepto lo configura como supuestos de negocios en fraude de ley (“*Umgebungsgeschäfte*”); se regulan, consecuentemente, aquellas actuaciones de la sociedad que den lugar a relaciones jurídicas que, si bien no suponen una vulneración directa de las reglas de autocartera –que le preceden (§ 71 AktG)-, eliminan de hecho la función que se atribuye a las mismas. Así, el § 71a se encuentra dividido en dos apartados que responden, respectivamente, al régimen de prohibición de asistencia financiera y a las adquisiciones de acciones propias por persona interpuesta³⁰¹.

Como se ha dicho, en el caso del apartado primero, la prohibición sigue la regla establecida por la norma comunitaria, de manera que se incluye la enumeración de negocios prohibidos, que ha de entenderse como *numerus clausus*, a saber, anticipos (“*Vorschuss*”), préstamos (“*Darlehen*”) y garantías (“*Sicherheit*”)³⁰². Del mismo modo, se incorporan las excepciones consistentes en la financiación de la adquisición de acciones por parte de los empleados de la sociedad y de concesión de créditos para la compraventa de títulos de entidades que se dediquen a dicha actividad³⁰³. Igualmente, se requiere la dotación de una reserva para los casos excepcionales, en la medida

³⁰¹ Para el régimen de persona interpuesta, téngase en cuenta OECHSLER, J., “§ 71a”, en GOETTE, W./ HABERSACK, M. (Hrsg.), *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, München, C. H. Beck, 2008, pp. 1883-1913, en concreto, pp. 1907-1911.

³⁰² Sobre la cuestión, OECHSLER, J., “§ 71a”, cit., p. 1905; CAHN, A., “§ 71a”, cit., pp. 765-766.

³⁰³ En relación con esta excepción planteaba SINGHOF, B., “Zur finanziellen Unterstützung des Erwerbs eigener Aktien durch Kreditinstitute”, *NZG*, núm. 16, 2002, pp. 745-751 la interpretación que había de darse a la indicación de las actividades ordinarias (“*laufenden Geschäfte*”), a lo que respondía realizando una exégesis relativamente expansiva, indicando que podían entenderse excepcionadas las adquisiciones de paquetes accionariales (p. 747). Quizá el mejor tratamiento venga dado por la consideración estricta de lo indicado en el objeto social de la entidad de crédito. Las operaciones apalancadas, en todo caso, tan sólo de forma tangencial podrán entenderse como ordinarias.

en que, en el ordenamiento alemán, la prohibición de asistencia financiera encuentra, como se ha manifestado, una especial vinculación con el régimen de la autocartera. En la medida en que dicha reserva es requerida en la adquisición derivativa de acciones propias, también lo es en los supuestos permitidos de asistencia financiera.

Es de notar, finalmente, que el apartado primero fue modificado en 2008, incorporándose al mismo un tercer inciso en el que se establece una excepción incondicional, referida a aquellos actos jurídicos realizados en el seno de un grupo contractual en el sentido del § 291 AktG³⁰⁴. Esta modificación, también incorporada al § 57 AktG³⁰⁵, supone excluir de la interdicción a las operaciones intragrupo o, más bien, derivar su adecuación jurídica al cumplimiento de las reglas de Derecho de grupos y, consecuentemente, a las concretas especialidades en ellas contenidas. En el caso de operaciones apalancadas, en la medida en que éstas constituyeran un grupo, podría plantearse si la transacción quedaría fuera de la prohibición, a lo que a nuestro juicio debe responderse negativamente, habida cuenta de que se trataría, en todo caso, de un grupo fáctico y no contractual, el cual queda extramuros de la regla sobre negocios en fraude de ley del precepto analizado³⁰⁶.

En cuanto al apartado segundo del § 71a no es propiamente un aspecto de la prohibición de asistencia financiera, pero se encuentra en cierta conexión con el mismo, especialmente desde el punto de vista del tratamiento de las

³⁰⁴ Véase HABERSACK, M., “Finanzielle Unterstützung des Aktienwerbs nach MoMiG”, en GRUNDMANN, S. et al. (Hrsg.), *Unternehmen, Markt und Verantwortung. Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010*, Berlin, De Gruyter, 2010, pp. 725-746, concretamente, pp. 728-729.

³⁰⁵ Véase sobre el particular, KIEFNER, A./ THEUSINGER, I., “Aufsteigende Darlehen und Sicherheitenbegebung im Aktienrecht nach dem MoMiG”, *NZG*, núm. 21, 2008, pp. 801-806, particularmente, pp. 802-803.

³⁰⁶ Así se deriva de las indicaciones de KIEFNER, A./ THEUSINGER, I., “Aufsteigende Darlehen und Sicherheitenbegebung...”, cit., p. 802.

operaciones apalancadas. Se ha indicado que la rúbrica general de la disposición indica que el contenido del mismo tiene que ver con los negocios en fraude de ley que permiten soslayar la aplicación de la consabida interdicción. Del mismo modo que la asistencia financiera puede tener como consecuencia una reducción patrimonial de implicaciones similares a las adquisiciones derivativas, la adquisición de acciones propias realizada por tercera persona en nombre de la sociedad revisten el mismo efecto económico. En este sentido, es de notar que ambas fórmulas se incorporen en la misma regla, lo que en buena medida encuentra cierto paralelismo, en el Derecho italiano, con el caso *Farmitalia Carlo Erba*. En la sentencia penal que resolvió el referido asunto litigioso se indicó, como se advertía en el capítulo precedente, que en la operación apalancada se apreciaba una adquisición de acciones propias por parte de la *target* en la que la sociedad adquirente habría sido la persona interpuesta que habría actuado en su nombre³⁰⁷.

A) *La relevancia para los leveraged buy-outs*

El precepto, como se podía suponer, ha sido relevante para la determinación del tratamiento jurídico de las operaciones apalancadas³⁰⁸. En este sentido, importantes sectores de la doctrina³⁰⁹ recuerdan que el origen de

³⁰⁷ La cuestión, sin embargo, no se ha planteado en el ordenamiento alemán.

³⁰⁸ Ampliamente, KLASS, T., *Der Buyout von Aktiengesellschaften. Eine juristisch-ökonomische Untersuchung zu § 71a Abs. AktG und zur Gesetzesumgehung im Gesellschaftrecht*, Baden-Baden, Nomos, 2000.

³⁰⁹ Así, OECHSLER, J., “Das Finanzierungsverbot des §71a Abs. 1 Satz 1 AktG bei Erwerb eigener Aktien – Schutzzweck und praktische Anwendung”, *ZIP*, núm. 36, 2006, pp. 1661-1666, en concreto, pp. 1663-1664. Con todo, cabe entender que dicha alusión sólo puede ser entendida en razón de la formulación más rudimentaria de una operación apalancada y no en su configuración con fusión posterior.

la interdicción se encuentra en la proliferación de *leveraged buy-outs* en la economía inglesa con posterioridad al final de la 1ª Guerra Mundial, lo que, de algún modo tiene cierta relación con su sistemática en la actualidad. Lo cierto es, con todo, que el régimen de la prohibición de asistencia financiera en Alemania, de igual modo que en el texto comunitario, encuentra diferencias sustanciales con la primigenia normativa del Reino Unido. En el ordenamiento germánico, consecuentemente, de igual modo que en el caso italiano, no existe una cláusula general que impida sistemáticamente cualquier fórmula de transacción con endeudamiento en la que sean los propios activos de la sociedad objetivo los que soporten o sirvan para el repago de las obligaciones pecuniarias contraídas con terceros financiadores³¹⁰.

Cabe, en todo caso, analizar algunos supuestos concretos para delimitar cuáles de los diferentes tipos de operación apalancada deben ser entendidos como lícitos en Derecho alemán. Así, cabe pensar, en primer lugar, en la transacción que no concluya con una modificación estructural, en la que podrían intervenir, bien un tercero financiador bancario, bien una emisión de bonos u obligaciones, en la que el líquido necesario para llevar a cabo la compraventa tenga lugar por medio del mercado. En este caso, se plantean dos dificultades diferenciadas. Si, fundamentalmente en los casos en los que el tercero sea unívoco y no una multitud, la sociedad *target* establece una garantía sobre sus activos para garantizar la deuda contraída por el tercero, pero sólo se aprecia una relación jurídica con dicho tercero y no con el adquirente, surge la duda sobre la licitud de la operación. Se ha entendido³¹¹,

³¹⁰ LUDWIG, R., “Verbotene finanzielle Unterstützung...”, cit., pp. 134-135, no obstante, entiende que la prohibición se podría aplicar por analogía a los casos de fusión apalancada cuando, habiendo una laguna jurídica, ésta fuese aprovechada para causar un perjuicio patrimonial a la sociedad.

³¹¹ Así, OECHSLER, J., “§ 71a”, cit., p. 1902.

a nuestro juicio con buen criterio, que la situación queda subsumida en el supuesto de hecho normativo, ya que, de lo contrario, se estaría soslayando la norma legal. En todo caso, la problemática que se pueda derivar de la realidad descrita tendrá que ver, fundamentalmente, con una cuestión de prueba, en la medida en que, si no existe la fórmula de demostrar la relación entre la adquisición y la garantía prestada por la *target* al financiador, no se podrá constatar la vulneración de la disciplina.

La financiación por vía de una serie de inversores en instrumentos de renta fija, que se presenta con cierta asiduidad en la práctica de los *leveraged buy-outs*, plantea la cuestión de si la sociedad adquirente, emisora de dichos bonos u obligaciones, puede hacer uso de los títulos de la sociedad objetivo como elemento de garantía para la transacción. Se ha considerado que la prohibición de asistencia financiera no se vería afectada en términos estrictos, en la medida en que son los títulos y no los activos de la sociedad los que se encuentran pignorados en garantía de la financiación. Las acciones adquiridas son de la propiedad de la *newco*, por lo que su utilización en el sentido aludido no puede ser entendida como una contravención de la interdicción. Sin embargo, la dificultad surge cuando, en su caso, el elevado riesgo del endeudamiento contraído da lugar a una imposibilidad de repago, especialmente si el activo de la sociedad adquirente lo constituyen tan sólo los títulos de la *target*. En tal caso, es la enajenación de activos de esta última lo que se plantea como solución, lo que sí supone una vulneración de la prohibición de asistencia financiera³¹².

³¹² En este sentido, OECHSLER, J., “§ 71a”, cit., p. 1901-1902, así como también CAHN, A., “§ 71a”, cit., p. 771.

Finalmente ha de abordarse el caso de la fusión apalancada, en el que la problemática es similar a la que se producía en el ordenamiento italiano. Las voces que sugieren la posibilidad de afectación de la interdicción, sin embargo, son mucho menores³¹³. Ello puede explicar en buena medida que el legislador alemán no haya introducido regla específica alguna similar al art. 2501 bis *Cc* ni tampoco haya flexibilizado el apartado primero del § 71a AktG en el mismo sentido que el art. 25 de la Directiva 2012/30/UE. Lo cierto es que, ni siquiera las voces minoritarias plantean la cuestión desde el punto de vista del negocio en fraude de ley, sino desde una perspectiva que podría entenderse funcional. Se lleva cabo la distinción³¹⁴ entre fusiones por absorción de la adquirente (“*Aufwärts-Verschmelzung*”) y de la adquirida (“*Abwärts-Verschmelzung*”). Se indica, así, que si la primera supone la eliminación de la personalidad jurídica de la *target*, no puede apreciarse contravención del régimen del apartado primero del § 71a AktG en modo alguno. Por el contrario, si la fusión supone la extinción de la adquirente, indirectamente se ha producido un cambio en la titularidad de las acciones de la compañía supérstite y ello ha sido con financiación de la misma, puesto que el endeudamiento se encuentra, con posterioridad a la modificación estructural, en el pasivo de la resultante.

Frente al aludido planteamiento, la doctrina mayoritaria ha sostenido que la prohibición de asistencia financiera no se vería afectada en casos de fusión apalancada³¹⁵ en la medida en que la fusión no constituía una fórmula de financiación de la adquisición de las acciones y, en especial, el procedimiento

³¹³ Paradigmáticamente, el ya citado LUDWIG R., “*Verbotene finanzielle Unterstützung...*”, cit., pp. 134 y ss.

³¹⁴ BEZZENBERGER, T., “71a AktG”, cit., p. 844.

³¹⁵ Véase por muchos KERBER, M. C., “*Die aktienrechtlichen Grenzen der finanziellen Unterstützung des Aktienerwerbs im Buy-out-Verfahren*”, *DB*, núm. 19, 2004, pp. 1027-1032, particularmente, p. 1029.

contaba con instrumentos de tutela suficientes y prototípicos de la figura³¹⁶. En tal sentido, la protección de los acreedores, que se perseguiría a través de la prohibición de asistencia financiera en tanto que fórmula de defensa del capital social, quedaba sustituida por las garantías específicas contenidas en la legislación sobre modificaciones estructurales (§ 22 UmwG). Lo mismo ocurriría con los socios minoritarios a través del procedimiento y de las especialidades para el tipo de canje, de las que dan cuenta tanto los administradores, como los expertos independientes (§§ 5 y 12 UmwG). Al tiempo, se argumenta que una comprensión expansiva de la prohibición en el sentido aludido constituiría una inconsistencia con el régimen de la autocartera, puesto que uno de los supuestos de adquisiciones derivativas libres es, precisamente, el de sucesión universal (“*Gesamtrechtsnachfolge*”), que puede acontecer por vía de fusión (§ 71.5 AktG).

El análisis que, por nuestra parte, puede llevarse a cabo, tiene caracteres similares a los ya expuestos con ocasión del estudio del ordenamiento italiano. Más allá de los argumentos traídos a colación por la doctrina, tanto en relación con las garantías de los procedimientos de modificaciones estructurales, como desde el punto de vista del régimen de la autocartera, el precepto en sí mismo no da lugar a una interpretación más amplia, al contrario, como se ha dicho, del sistema absoluto del régimen español. En el resto de supuestos, en la medida en que las operaciones den lugar a salidas de líquido de la compañía objetivo o garanticen financiación para llevar a cabo

³¹⁶ OECHSLER, J., “§ 71a”, cit., pp. 1898-1899; CAHN, A., “§ 71a”, cit., p. 770; LUTTER, M./ DRYGALA, T., “§ 71a”, cit., p. 297; FLEISCHER, H., “Finanzielle Unterstützung des Aktienwerbs...”, cit., p. 505; LUTTER, M./ WAHLERS, H. W., “Der Buyout: Amerikanische Fälle...”, cit., pp. 12-13.

las consabidas adquisiciones, suponen una evidente contravención del tenor literal de la norma afectada.

B) *El teórico carácter superfluo de la prohibición de asistencia financiera*

En la doctrina alemana no existían antecedentes de la prohibición de asistencia financiera cuando fue incorporada la regla a la legislación sobre sociedades anónimas como consecuencia de su adopción en la Directiva 77/91/CEE. Es una realidad, consecuentemente, que las situaciones similares que se pudieran dar en la economía de las sociedades anónimas pasaban por una regla que tuviera características similares, como es, de manera evidente, el § 57 AktG, que se refiere a la interdicción de devolución de las aportaciones a sus socios. Es una realidad, así, que algún autor ha entendido que la incorporación del § 71a AktG habría resultado superflua, particularmente después de 2003, cuando el BGH llevó a cabo una interpretación extensiva del concepto de devolución de aportaciones (“*Rückgewähr der Einlagen*”) en el caso conocido como *Novemberurteil*³¹⁷, que se refería al precepto homónimo en sede de sociedades de responsabilidad limitada (§ 30 GmbHG).

En el asunto litigioso, dos socios que ostentaban, cada uno, el 90% y el 10% del capital social, habían recibido créditos por valor de 350.000 y 150.000 marcos respectivamente de la compañía, lo que había propiciado, entre otras cosas, la situación concursal de la sociedad. Interpuesta demanda, se exigió la devolución de las cantidades adeudadas, pretensión estimada por el LG de Nürnberg-Fürth, negada en apelación por parte del OLG de Nürnberg y, finalmente, confirmada la resolución de instancia por el BGH.

³¹⁷ BGH, Urt. v. 24.11.2003 – II ZR 171/01, BGHZ 157, 72-79.

Se entendió, en este sentido, que la concesión de créditos debía ser considerada como una devolución de aportación, tal y como lo preceptuaba el § 30 GmbHG en los mismos términos que el § 57 AktG. Advertida la interpretación jurisprudencial, la doctrina³¹⁸ consideró que si la exégesis del precepto en cuestión era ésa, podía argumentarse que no había verdaderamente necesidad para el mantenimiento de la prohibición de asistencia financiera, habida cuenta de que el mandato de la Directiva quedaría igualmente cumplido. En concreto, se argumentaba que no existía ninguna referencia temporal en el § 57 AktG, por lo que bien podía admitirse que el concepto de socio podía ser interpretado, tanto en sentido presente, como futuro, lo cual llevaría a la conclusión de que incluso en la financiación de adquisiciones de acciones por parte de terceros, nos encontraríamos ante devoluciones de aportaciones. En caso de *leveraged buy-outs*, la asimilación podría entenderse, incluso, con mayor razón.

Sin embargo, a nuestro entender, el planteamiento no acaba de ser certero. Con independencia de la posterior reforma de *MoMiG*, que constituyó una reacción frente a la opinión vertida por el BGH en el *Novemberurteil*³¹⁹, lo cierto es que la extensión del concepto de devolución de aportación realizada por el órgano judicial no debe ser generalizada. Dicha comprensión se produce tan sólo como consecuencia de un intento por parte de los socios involucrados de soslayar el indicado § 30 GmbHG frente al que el Tribunal

³¹⁸ HABERSACK, M., “Die finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs...”, cit., pp. 161-163.

³¹⁹ En la medida en que introdujo tanto en el § 57 AktG, como en el § 30 GmbHG, excepciones relativas a aquellos negocios jurídicos que tuvieran como consecuencia una salida de líquido de la sociedad, pero que fueran contablemente neutrales, esto es, que contaran con una contraprestación (por ejemplo, devolución del crédito concedido). Téngase en cuenta, sobre la cuestión, CAHN, A., “§ 71a”, cit., pp. 761-762.

Supremo alemán reacciona de la manera referida. Sin perjuicio de que probablemente la fórmula mediante la cual se podía haber evitado el efecto de la actuación podría haber sido distinta y haber pasado por instituciones concursales, fundamentalmente, acciones de reintegración de la masa (§ 133 InsO), lo cierto es que una asimilación como la insinuada no parece ser razonable. Mucho menos si se tiene en cuenta la perspectiva del sujeto beneficiario de la salida patrimonial, que en el caso del apartado primero del §71a AktG es un tercero, mientras que en el del § 57 AktG es un socio, con independencia de que a resultas de la asistencia financiera, el referido tercero termine por convertirse en socio. Pero es que, en cualquier caso, como ha habido oportunidad de exponer en el apartado precedente, en determinados casos, fundamentalmente de operaciones apalancadas, la prohibición de asistencia financiera abarca incluso la prestación de garantías reales por parte de la *target* frente a créditos concedidos por el tercero financiador a la compañía adquirente. Dicho ente bancario en ningún caso tendrá la condición de socio, por lo que en modo alguno se le podrá aplicar la regla sobre la devolución de aportaciones y, además, tan sólo le será garantizada la financiación, lo que tan sólo representa una salida de líquido contingente, pero no efectiva³²⁰.

1.2. La diferenciación del § 57.1 AktG

Sin perjuicio de las consideraciones expresadas en el epígrafe anterior, cabe hacer alguna puntualización sobre la distinción que se puede trazar entre la interdicción de la devolución de aportaciones a los socios por parte de la

³²⁰ Véase en este sentido, la amplia exposición de la discusión que lleva a cabo OECHSLER, J., “§ 71a”, cit., pp. 1888-1889, que incluso llega a plantear que la interpretación del § 57 AktG a través de la resolución judicial, que versaba, en realidad, sobre el § 30 GmbHG, no debería ser, pese a su práctica identidad, directa.

compañía y la prohibición de asistencia financiera. Para ello, compete tener en cuenta los bienes jurídicos tutelados, lo que en cierto modo permite disipar dudas sobre la separada funcionalidad de ambos preceptos, que pese a no ser estricta, puesto que existen supuestos prohibidos por ambos preceptos, permite delimitar parcelas propias de cada una de las normas. En el mismo sentido, la entrada en vigor de *MoMiG* ha contribuido decididamente al enderezamiento de la correcta hermenéutica del § 57.1 AktG, que había quedado en cierto modo distorsionada con posterioridad al *Novemberurteil*.

A) *La perspectiva de los bienes jurídicos tutelados*

El primer punto de vista que parece necesario tomar es el de los bienes jurídicos tutelados o de la función de la norma, el resultado de cuyo análisis puede arrojar cierta luz sobre el lugar que debe ocupar cada precepto en la constelación jurídico-societaria. La prohibición de devolución de las aportaciones no es sino una regla general que sirve como cláusula de cierre y complemento del sistema de capital social. El mantenimiento de la cifra de retención pretende lograrse a través de una interdicción como la considerada³²¹. En este sentido, es hasta cierto punto comprensible que el § 57.1 AktG se estableciese en términos generales, habida cuenta de que debía abarcar fórmulas dispares en las que dichas devoluciones pudieran quedar

³²¹ Advierte así SEIBERT, U., “Gute Aktionäre – Schlechte Aktionäre: Private Equity und gesellschaftsrechtliche Maßnahmen gegen befürchtete Missbräuche”, en GRUNDMANN, S. et al. (Hrsg.), *Unternehmensrecht zu Beginn des 21. Jahrhunderts. Festschrift für Eberhard Schwark zum 70. Geburtstag*, München, C. H. Beck, 2009, pp. 261-270 de que la aplicación de los § 57 AktG y § 30 GmbHG debería tener lugar en caso de fusión apalancada configurada como *downstream merger* en situaciones de desbalance o sobreendeudamiento (p. 268). A nuestro entender, ello sólo podría tener lugar si verdaderamente se hubiese producido como consecuencia de negocios jurídicos a título gratuito. En cualquier caso, la idea subyacente es la búsqueda de un adecuado mantenimiento del capital social de la compañía objetivo.

encubiertas. En tal sentido, tanto los dividendos, como cualquier tipo de donaciones u otras salidas de líquido de carácter menos burdo quedarían integradas en el ámbito de aplicación del precepto³²².

Por el contrario, la prohibición de asistencia financiera sigue unos derroteros parcialmente divergentes. Así, y sin perjuicio de que el apartado primero del § 71a AktG se configure como una cláusula de cierre del régimen de la autocartera –lo que se puede inferir de su rúbrica-, la norma, en su integridad, tipifica un supuesto de negocio en fraude de ley. Nos encontramos, consecuentemente, ante un interés en proteger el capital frente a reducciones anómalas del mismo, pero no derivadas de relacionadas con la afectación de su integridad en sentido estricto, sino de la especial regulación –por otro lado, no siempre contenedora de una absoluta interdicción- del régimen de la autocartera. A mayor abundamiento, como se ha constatado en la doctrina, la regla de la prohibición de asistencia financiera tiene finalidades que van más allá de lo patrimonial y entran en aspectos que no quedan contemplados por el § 57.1 AktG. El objetivo también pasa por evitar los abusos de los administradores, así como por establecer limitaciones a posibles condicionamientos de la evolución del curso bursátil de las acciones en casos de sociedades anónimas cotizadas, planteamiento, por otro lado, común al de otros ordenamientos³²³.

³²² En este sentido, cabe trazar un paralelismo con la prohibición de salidas patrimoniales configuradas a través de un test de solvencia en el Derecho de los Estados Unidos.

³²³ LUTTER, M./ DRYGALA, T., “§ 71a”, cit., p. 292-293 hace alusión tanto a los efectos patrimoniales, nocivos para los acreedores, en la medida en que se incrementa el riesgo de insolvencia, y para los socios minoritarios, dado que se produce una reducción del valor de las acciones, como a los organizativos.

B) *La reforma de MoMiG*

La entrada en vigor de la reforma de *MoMiG* (*Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen*) en 2008, que tuvo como objeto esencialmente el Derecho de sociedades de responsabilidad limitada, incorporó, con todo, alguna especialidad en sede de sociedades anónimas. Así, de igual modo que se modificaba el § 30 GmbHG, ocurría lo mismo con el § 57 AktG, en el que se introducía un último inciso, similar al ya referido del § 71a AktG. Si en el caso de la prohibición de asistencia financiera, se había incorporado la excepción de grupo contractual, en el supuesto de la interdicción de devolución de aportaciones se advertía, además, de que éstas no serían consideradas como tales en caso de que se tratase de negocios jurídicos que incorporaran una contraprestación (“*Gegenleistungs- oder Rückgewähranspruch*”).

La modificación legislativa efectuada tiene implicaciones relevantes que permiten, entre otras cuestiones, explicar en mejor medida la distinción entre la regla que nos ocupa y la prohibición de asistencia financiera. Así, la exclusión del ámbito de aplicación de la interdicción de devolución de aportaciones de aquellos negocios jurídicos en los que exista contraprestación supone una respuesta a la doctrina jurisprudencial sentada con ocasión del *Novemberurteil*. De esta manera, el ámbito e aplicación de la prohibición de asistencia financiera se extiende más allá de lo contenido en el § 57 AktG³²⁴

³²⁴ Véase últimamente sobre las consecuencias de la contravención del § 57 AktG, WITT, C-H., “Rechtsfolgen eines Verstoßes gegen § 57 AktG. Zugleich zur Reichweite des § 112 AktG – Besprechung von BGH, Urt. V. 12.3.2013 – ZR 179/12, NJ“, 1742”, *ZGR*, vol. 42, núm. 5, pp. 668-685.

en la medida en que, incluso aquellos contratos que sean neutrales desde un punto de vista patrimonial, quedan afectados por la regla del § 71a AktG.

En la medida en que en las operaciones apalancadas se produce un endeudamiento y no una serie de prestaciones a título lucrativo, parece lógico entender que la regla aplicable en caso de determinadas situaciones que quedan prohibidas, será la del apartado primero del § 71a AktG.

2. La *Gesellschaft mit beschränkter Haftung* (GmbH)

El caso de las sociedades de responsabilidad limitada o GmbH es, como se decía, diferente, habida cuenta de que la prohibición de asistencia financiera tan sólo ha sido traspuesta para la sociedad anónima, en el sentido mínimo exigido por el texto comunitario primigenio. Lo cierto es, con todo, que determinadas operaciones apalancadas dan lugar a supuestos de despatrimonialización o abusos que se hacen acreedores de un cierto tratamiento jurídico. A tal efecto, y ante la inaplicabilidad de la devolución de las aportaciones al capital a este tipo de transacciones, cabe indagar fórmulas alternativas de tutela que den la necesaria solución, especialmente en caso de que se produzca un determinado daño. En tal sentido, como se advierte, no existiendo una limitación que opere con carácter *ex ante*, como es el caso de la interdicción del apartado primero del § 71a AktG, se recurre a la doctrina jurisprudencial sobre grupos frente a abusos que den lugar a salidas de líquido de la filial en interés de la matriz causando perjuicios a los socios minoritarios o externos de la primera.

En la jurisprudencia alemana, originariamente se introdujo la asimilación del grupo de sociedades de tipo contractual y las reglas a él exigidas en sede de sociedades anónimas y se aplicó a determinados supuestos de grupos fácticos de sociedades de responsabilidad limitada. Con posterioridad, la

cuestión fue asentada en la tutela o defensa del patrimonio social (§ 13.2 GmbHG)³²⁵, configurando la regla como un supuesto de levantamiento del velo. Finalmente, los recientes asuntos litigiosos han venido siendo resueltos a través de una regla de responsabilidad de tipo extracontractual cuando se produce el vaciamiento patrimonial de la sociedad filial. En la medida en que en las operaciones apalancadas se da una situación de grupo fáctico, la fórmula del remedio, en este caso, parece pasar por la responsabilidad de carácter aquiliano que se manifiesta a través de la doctrina de la *Existenzvernichtungshaftung*³²⁶. El tratamiento jurídico, así, se desplaza en el caso de las sociedades de responsabilidad limitada, actuando, de esta manera, mediante una fórmula *ex post*.

2.1. La protección del capital: los §§ 30 y 31 GmbHG

Es una realidad, como se ha advertido, que la tutela del capital establecida en los §§ 30 y 31 GmbHG no supone una limitación de las posibilidades de preparación de una operación apalancada por las mismas razones por las que el § 57.1 AktG no era aplicable en caso de sociedades anónimas. En este sentido, es una realidad que en el caso –más hipotético que real- de que la adquisición apalancada se financiara en forma lucrativa, podría plantearse que la regla entrara en juego. A nuestro entender, no podría ocurrir esto si entendemos que la condición de socio se adquiriría con posterioridad a la

³²⁵ Véase sobre el particular, BENECKE, M., “Existenzvernichtender Eingriff statt qualifiziert faktischer Konzern: Die neue Rechtsprechung des BGH zur Haftung von GmbH-Gesellschaftern”, *BB*, núm. 23, 2003, pp. 1190-1195, concretamente, pp. 1193.

³²⁶ Véase sobre el particular OSTERLOH-KONRAD, Ch., “Abkehr vom Durchgriff: Die Existenzvernichtungshaftung des GmbH-Gesellschafters nach “Trihotel””, *ZHR*, núm. 172, 2008, pp. 274-305; SCHANZE, E., “Gesellschafterhaftung für unlautere Einflussnahme nach §826 BGB: Die Trihotel-Doktrin des BGH”, *NZG*, núm. 18, 2007, pp. 681-686.

salida patrimonial³²⁷, por lo que difícilmente nos encontraríamos ante una devolución de tales características; si algo no se ha entregado con carácter previo, no puede ser devuelto. Pero en todo caso, donde, por imperativo legal, no podría ser de aplicación el indicado precepto, sería en los casos de endeudamiento por parte de la sociedad adquirente a título oneroso.

2.2. La tutela del patrimonio: el § 13.2 GmbHG y la aplicación de la jurisprudencia en materia de grupos de sociedades

Advertidas las circunstancias antedichas, se abre la posibilidad de la consideración de la tutela del patrimonio, representada de forma estricta en ocasiones pretéritas, tanto desde el punto de vista de la doctrina del grupo fáctico cualificado, como desde la del levantamiento del velo (“*existenzvernichtender Durchgriff*”) y más tarde rechazada en pro de una configuración de responsabilidad extracontractual.

A) El grupo fáctico cualificado: el caso Autokran

La primera fórmula elegida para dotar de una serie de garantías para la tutela de acreedores y socios minoritarios en sede de grupos de sociedades se produce como consecuencia de la doctrina jurisprudencial del grupo fáctico cualificado (“*qualifiziertes faktisches Konzern*”), vertida en la sentencia que resolvía la problemática jurídica surgida en el asunto litigioso conocido como *Autokran*³²⁸, de 1985³²⁹. El caso versaba sobre unos contratos de *leasing*

³²⁷ Véase EKKENGA, J., “§ 30”, en FLEISCHER, H./ GOETTE, W. (Hrsg.), *Münchener Kommentar zum Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung*, München, C. H. Beck, 2010, pp. 2066-2205, concretamente, p. 2074.

³²⁸ BGH, Urt. v. 16.9.1985 – II ZR 275/84, BGHZ 95, 330-349.

³²⁹ Véase la controversia producida entre ULMER, P., “Gläubigerschutz im “qualifizierten” faktischen GmbH-Konzern. Bemerkungen zum „Autokran“- Urteil des BGH vom

concertados por dos sociedades que se dedicaban a la actividad de arrendamiento financiero con siete compañías que eran filiales íntegramente participadas por una matriz común. Llegado un determinado momento temporal, y en razón de incumplimientos producidos en relación con los indicados negocios jurídicos, las arrendadoras optaron por rescindir los contratos y exigir a las referidas sociedades arrendatarias las cantidades adeudadas y no abonadas. No produciéndose los pagos requeridos, los planteamientos de ambas sociedades fueron diferentes: mientras que una de ellas se dirigió contra las arrendatarias, de las que obtuvo una cuantía ínfima del total del monto adeudado, la otra demandó a la matriz común. La estrategia planteada, basada en el reducido montante patrimonial con el que contaban las filiales, pretendía percibir las cuantías adeudadas gracias a los activos obrantes en la dominante.

La pretensión fue acogida en primera instancia (LG de Duisburg) y rechazada en apelación (OLG de Düsseldorf). Finalmente, el BGH advirtió en casación que la situación descrita en el supuesto de hecho podía ser entendida como lo que se denominó grupo fáctico cualificado. La argumentación partía de la realidad consistente en que, no existiendo una regulación sobre grupos en sede de sociedades de responsabilidad limitada, debía aplicarse por analogía la regulación existente para las sociedades anónimas. Dado que las especificaciones de los §§ 311 y ss. AktG, relativas al grupo fáctico, no otorgaban la tutela suficiente a acreedores y socios minoritarios, se hacía necesaria una fórmula que permitiese la aplicación de

16.9.1985”, *NJW*, núm. 25, 1986, pp. 1579-1586 y LUTTER, M., “Die Haftung des herrschenden Unternehmens im GmbH-Konzern. Überlegungen zur „Autokran“-Entscheidung des BGH vom 16.9.1985”, *ZIP*, núms. 23/24, 1985, pp. 1425-1435.

las particularidades de los grupos contractuales (§§ 302 y 303 AktG), particularmente en materia de ventajas compensatorias y protección de acreedores³³⁰. El Tribunal Supremo indicó que, habida cuenta de que la matriz era titular de la totalidad de los títulos en que se dividía el capital social de las filiales, la situación era asimilable a la de un contrato de dominación (“*Beherrschungsvertrag*”), por lo que podían ser de aplicación los aludidos preceptos³³¹.

La doctrina del grupo fáctico cualificado fue aplicada durante más de tres lustros por los órganos judiciales alemanes, que fueron definiéndola en sucesivas resoluciones que contribuyeron a la conformación de un cuerpo jurisprudencial que delimitaba la noción creada a mitad de la década de 1980. En concreto, por un lado, en el caso *Tiefbau*³³² se entendió que la responsabilidad de la matriz por actuaciones de la filial no sólo tenía que ver con el posible impago producido, sino también con los daños derivados de la iliquidez generada como consecuencia de la falta de abono de la cantidad pecuniaria debida. Se hablaba, en este sentido, de que no sólo se imputaba responsabilidad a la matriz por “*Ausfallhaftung*”, sino también por “*Verlusthaftung*”. Por otro lado, se debatió la relevancia del planteamiento del grupo fáctico cualificado a los efectos de la prueba de la existencia de responsabilidad. En tal sentido, se diferenciaba entre la posibilidad de considerar la responsabilidad de manera estructural (“*Strukturhaftung*”) u obligacional (“*Verschuldenshaftung*”). En la primera de ellas, que constituyó

³³⁰ Advierte SCHALL, A., *Kapitalgesellschaftsrechtlicher Gläubigerschutz*, München, C. H. Beck, 2009, p. 217 de que la regla no es configurada por el hecho de que no existía un Derecho de grupos propiamente dicho en sede de sociedades de responsabilidad limitada.

³³¹ Véase LIEBSCHER, T., “§ 13 Anh.”, en FLEISCHER, H./ GOETTE, W. (Hrsg.), *Münchener Kommentar zum Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung*, München, C. H. Beck, 2010, pp. 947-1369, en particular, pp. 1109-1110.

³³² BGH, Urt. v. 20.2.1989 – ZR 167/88, BGHZ, 107, 7-23.

la pauta en un primer momento y tras el caso *Video*^{333 y 334}, la responsabilidad de la matriz quedaba presumida, en la medida en que se entendía que matriz y filial formaban parte de una estructura común y no eran entes separados. No ocurría lo mismo, por el contrario, con la responsabilidad obligacional, que surgiría a partir del caso *TBB*³³⁵ y que exigía la prueba de un nexo causal que permitiese la imputación en razón del daño producido. La problemática, en último término, era de tipo probatorio, pero marcaba una tendencia que, con posterioridad, daría lugar al cambio de paradigma producido con el caso *Bremer Vulkan*.

B) *La responsabilidad de la dominante por levantamiento del velo corporativo: el caso Bremer Vulkan*

La doctrina del grupo fáctico cualificado, que ya se ve difuminada en *TBB* por la introducción de la responsabilidad obligacional, queda sustituida por la doctrina del levantamiento del velo corporativo con ocasión de la resolución del asunto litigioso *Bremer Vulkan*³³⁶, en 2001. Los hechos de la sentencia versaban sobre un grupo de sociedades que había recibido una serie de subvenciones del *Bundesanstalt für vereinigungsbedingte Sonderaufgaben* (*BvS*), institución que repartía fondos para la reindustrialización de determinadas zonas deprimidas de la antigua Alemania oriental. Dichas cuantías pecuniarias habían sido transferidas a la matriz del grupo que, a su vez, debía canalizarlas a las filiales, todas ellas GmbH, que se encontraban en

³³³ BGH, Urt. v. 23.9.1991 – ZR 135/90, BGHZ, 115, 187-203.

³³⁴ Véase al respecto el comentario de ROTH, W-H., ““Video”-Nachlese oder das (immer noch) vergessene Gemeinschaftsrecht”, *ZIP*, núm. 15, 1992, pp. 1054-1057.

³³⁵ BGH, Urt. v. 29.3.1992 – ZR 265/91, BGHZ, 122, 123-136.

³³⁶ BGH, Urt. v. 17.9.2001 – ZR 178/99, BGHZ, 149, 10-28.

territorio de la ya extinguida República Democrática de Alemania. La sociedad dominante, sin embargo, optó por incorporar el líquido recibido a un contrato de *cash pooling*, de manera que la totalidad de las compañías del grupo podrían hacer uso, en su caso, de los fondos, si se produjesen necesidades. Llegado el concurso de la matriz, *BvS* inició acciones legales contra ella, pretensiones desestimadas en instancia (LG de Bremen) y apelación (OLG de Bremen).

En casación, el BGH consideró que la tutela de la situación debía partir de las reglas sobre prohibición de devolución de aportaciones de los §§ 30 y 31 GmbHG y que, en todo caso, se debía aplicar la doctrina del levantamiento del velo corporativo por abuso de la personalidad jurídica, lo que fue confirmado por la sentencia posterior en el caso *KBV*³³⁷. Se entendía, así, que no es que nos encontráramos ante un grupo en tanto entidad, sino que el hecho de tener diversas compañías que tenían participaciones las unas en las otras podía dar lugar a las exenciones de determinadas responsabilidades para con acreedores frente a las que el ordenamiento debía actuar.

C) *La Existenzvernichtungshaftung como responsabilidad derivada del § 826 BGB: el caso Trihotel*

La evolución de la jurisprudencia en materia de grupos fue objeto de modificación definitiva en 2008, cuando dejó de basarse en una configuración que partía de la realidad jurídica referida, sino que pasó a ser entendida por la máxima instancia judicial alemana como una responsabilidad de tipo

³³⁷ Véas sobre la cuestión ESTERS, F., “Die GmbH als taugliches Objekt von Konzernfinanzierungen und LBOs nach “Bremer Vulkan” und “KBV””, *GmbHR*, núm. 2, 2004, pp. 105-110, así como SCHRELL, T. K., “Fremdfinanzierte Unternehmenskäufe nach der KBV-Entscheidung des BGH: Sicherheitenpakete als existenzvernichtender Eingriff?”, *BB*, núm. 28/29, 2003, pp. 1451-1456.

extracontractual. En el caso *Trihotel*³³⁸, una sociedad, en la que dos cónyuges ostentaban, respectivamente, el 52% y el 48% del capital social, se dedicaba a la gestión de una empresa de hoteles, cuya explotación se arrendaba a otra sociedad de la que era socia única la madre del aludido marido. En un determinado momento, el contrato de arrendamiento se rescindió, convirtiéndose en arrendataria una compañía de carácter puramente vehicular. En esta segunda situación, la gestión correspondía a la sociedad arrendadora, mientras que la arrendataria poseía los bienes utilizados en la explotación del negocio. A consecuencia de una serie de ejercicios con pérdidas, se rescindió este segundo contrato y la compañía que se encontraba en posición de arrendadora entró en concurso. Siendo ínfima la masa activa y ante la imposibilidad de que los acreedores recuperaran nada, el administrador concursal inició acciones legales contra el socio de la arrendadora.

La pretensión fue estimada en las tres instancias –LG Rostock, OLG Rostock y BGH-. Esta última entendió, no obstante, que no se podía estimar la demanda presentada con fundamento en la doctrina del levantamiento del velo corporativo, sino que ésta debía partir de una responsabilidad extracontractual (§ 826 BGB) basada en una aniquilación patrimonial dolosa. Así, se entendía, por un lado, que los requerimientos basados en posibles vulneraciones de las reglas de mantenimiento del capital y prohibición de devolución de aportaciones (§§ 30 y 31 GmbHG) tenían un ámbito que no era coincidente con el que partía de esta responsabilidad extracontractual, calificada como doctrina de la *Existenzvernichtungshaftung*, por lo que ambas

³³⁸ BGH, Ur. v. 24.6.2002 – ZR 300/00, BGHZ, 151, 181-188.

debían ser consideradas como compatibles. En tal sentido, en un caso entraba en juego la idea de la defensa del capital frente a salidas patrimoniales que, como se ha advertido con anterioridad, no tienen carácter neutral en términos contables –es decir, no tienen contraprestación o son a título lucrativo-. En el caso de la aniquilación patrimonial, por el contrario, la responsabilidad extracontractual surge como fórmula de tutela incluso en casos en los que los flujos de líquido hayan salido de la compañía afectada como consecuencia de negocios onerosos.

El funcionamiento de la responsabilidad que establece el órgano judicial alemán en la sentencia *Trihotel* parte, consecuentemente, de la estructura de la responsabilidad aquiliana, lo que exige un análisis de los elementos integrantes de la misma. Así, en primer lugar, se exige la generación de un daño, que consiste, bien como consecuencia de impagos que dan lugar a una situación de insolvencia, bien por la agravación de la misma³³⁹. A dicho daño le deben preceder actuaciones –u omisiones- por parte del socio, consistentes en una injerencia en el patrimonio y, entre éstas y el resultado concursal, debe existir un nexo de causalidad. Se exige, igualmente, que la actuación del socio sea dolosa, lo que requiere, por un lado, que el actor fuera consciente de que determinadas salidas patrimoniales de la sociedad tenían como consecuencia la elevación del riesgo de insolvencia o de su agravación. Por otro, la actuación del socio debe reportarle a éste un beneficio.

La doctrina de la *Existenzvernichtungshaftung* tiene, finalmente, implicaciones en lo que se refiere a la relación entre socios y sociedad; nos encontramos ante una responsabilidad interna. De esta manera, los acreedores no pueden dirigirse contra el socio, sino que debe ser el administrador

³³⁹ Véase sobre la cuestión DAUNER-LIEB, B., “Die Existenzvernichtungshaftung als deliktische Innenhaftung.. .”, cit., p. 45; RÖCK, S., *Die Rechtsfolgen*, cit., pp. 100-101.

concurral el que, en nombre de la compañía, realice las oportunas actuaciones judiciales en el sentido indicado.

La aplicación de las reglas sobre esta doctrina jurisprudencial a las operaciones apalancadas responde al hecho de que, como se ha advertido, en este tipo de transacciones rara vez existen salidas que no observen la neutralidad contable. Consecuentemente, no es posible entender que el precepto vulnerado sea la prohibición de devolución de aportaciones al capital social, sin perjuicio de que ello también concurra. Al contrario, la problemática tiene que ver, fundamentalmente, con una operación que incorpora un determinado endeudamiento que es financiado a través de la sociedad objetivo. Ello permite una tutela jurídica de tipo compensatorio si se produce el concurso, esto es, con carácter *ex post*, para supuestos de operación apalancada.

VII. RECAPITULACIÓN

El análisis comparado del tratamiento jurídico dispensado a las operaciones apalancadas en los diversos ordenamientos examinados parte de una separación temporal de los momentos en los que se produce la intervención de cada uno de los sistemas legales en relación con la transacción. De esta manera, se diferencia entre aquéllos que utilizan una fórmula que opera con carácter *ex ante* de los que lo hacen con posterioridad a que haya tenido lugar la transacción. En términos generales, a los ordenamientos europeos, por imperativo legal, les es aplicable la regla de la prohibición de asistencia financiera, hoy, con todo, notablemente flexibilizada. En concreto, los ordenamientos italiano, inglés y español

plantean posibilidades de tutela jurídica previa que, sin embargo, presentan diferencias notables. Si el primero se basa esencialmente en un análisis casuístico, el segundo toma en consideración las diferentes excepciones introducidas a partir de la década de 1980 en su legislación societaria y el último realiza una prohibición absoluta que tan sólo es salvada para las fusiones apalancadas con reglas específicas. El ordenamiento estadounidense, por el contrario, traslada el control a un momento posterior en el tiempo y, salvo excepciones, dispensa una tutela jurídica de carácter concursal. Finalmente, en el Derecho alemán existe una divergencia básica que tiene que ver con la tipología societaria. De este modo, mientras que si la *target* es una sociedad anónima, se aplica en determinados casos la regla de la prohibición de asistencia financiera, si nos encontramos ante una sociedad de responsabilidad limitada, puede tener relevancia la doctrina jurisprudencial de la *Existenzvernichtungshaftung*.

En el Derecho italiano destaca la idea subyacente de un cierto casuismo como elemento de control de las operaciones apalancadas. De este modo, las transacciones de las características aludidas han sido objeto de análisis de distinta forma en las últimas décadas. Si la prohibición de asistencia financiera se extiende a los negocios de garantía a partir de la trasposición de la Directiva 77/91/CEE en 1986, en la década de 1990 se suceden resoluciones judiciales en la materia que culminan en la sentencia del caso *Trenno*, que establece un criterio basado en la existencia de un proyecto empresarial que vaya más allá de la mera voluntad de asistir financieramente. Con posterioridad, en 2003, con ocasión de la reforma del Derecho de Sociedades, se introduce la regla específica sobre la fusión apalancada, que parte también de un control de carácter previo en el que se exige una serie de informes que permiten a la Junta General realizar la oportuna valoración

sobre la validez económica de la transacción. Finalmente, en 2008, cuando se traspone la Directiva 2006/68/UE, que reforma el texto comunitario originario de la década de 1970, estableciendo un régimen en el que la decisión sobre la concesión de asistencia financiera, igualmente queda a la decisión informada del órgano supremo de la compañía.

En el caso del Reino Unido, sin perjuicio de que el resultado de la aplicación de las reglas sobre asistencia financiera sea similar al italiano en lo relativo a las operaciones apalancadas, la regla queda configurada de modo distinto. De este modo, son las excepciones introducidas a partir de la década de 1980 las que han permitido evitar el efecto de la interdicción en determinadas transacciones. En términos generales, se exceptiona la regla prohibitiva siempre y cuando exista un objetivo diferente de la asistencia financiera que justifique la operación –*larger purpose*- o si, existiendo ambos, éste prevalezca, siempre y cuando, en todo caso, concorra buena fe. La problemática reside, particularmente desde el caso *Brady v. Brady* en determinar cuál deba ser el ámbito de aplicación de la excepción y, particularmente, si ésta ha de ser entendida en términos más o menos estrictos. Por lo demás, el concepto de asistencia financiera, configurado en términos generales, introduce una regla que tan sólo permite la invocación de la cláusula general si la asistencia financiera tiene por efecto la reducción del patrimonio neto. De este modo, la garantía indirecta producida por efecto de una fusión cuando la operación apalancada culmina con la referida modificación estructural no entra dentro del ámbito aplicativo de la interdicción. Finalmente, la prohibición ha ido estableciendo una suerte de diferenciación según la tipología de la sociedad asistente, habiéndose reducido la incidencia de la prohibición notablemente a partir de la

Companies Act de 1981 y quedando definitivamente eliminada de la regla en la con ocasión de la *Companies Act* de 2006.

En tercer lugar, tras la entrada en la CEE, el legislador español optó por la incorporación de una versión más amplia de la prohibición de asistencia financiera. De este modo, si el planteamiento comunitario había consistido en la enumeración estricta, la norma patria introducía una cláusula general en términos similares a los del Derecho inglés. Así, la prohibición de asistencia financiera incide de manera absoluta en la validez de las operaciones apalancadas con la excepción de aquellas transacciones en las que no recaiga directamente el coste de la deuda en la compañía objetivo. Particularmente, la utilización de una fusión en determinados *leveraged buy-outs* debe ser interpretada como una fórmula de garantía indirecta integrada en la referida cláusula general prohibitiva. La valoración económica del mayor beneficio o riesgo de la transacción tan sólo se ha introducido como excepción en el caso de fusión apalancada, quedando regulada la fórmula jurídica en sede de modificaciones estructurales. El legislador español, además, aplicó la regla tanto a las sociedades anónimas, como a las sociedades de responsabilidad limitada, no haciendo distinción alguno a pesar de la inexigencia de la disciplina para el segundo tipo social aludido en el texto comunitario. Con todo, existen ciertas diferencias entre los regímenes de ambas clases de compañías que tienen que ver con las excepciones aplicables.

Por un lado, en el caso de las sociedades anónimas, no se encuentra prohibida la financiación de adquisiciones de acciones de entidades de crédito, lo que, sin embargo, no da lugar a la licitud de los *leveraged buy-outs*, puesto que éstos no pueden ser entendidos como actividad ordinaria de la sociedad. En el de las sociedades de responsabilidad limitada, por el contrario, no se encuentra la aludida excepción por cuanto la sociedad de

responsabilidad limitada en modo alguno puede constituir una entidad de crédito. Por otro lado, la excepción por la que se permite la asistencia financiera para la adquisición de acciones por parte de los empleados contribuye al acceso de los trabajadores a los medios de producción y resuelve situaciones de continuación de la actividad empresarial de la compañía. La regla otorga licitud a los *Employee Buy-Outs* y, en su caso, si existe una vinculación de tipo laboral además de la orgánica, a los *Management Buy-Outs*. No se entiende la razón, por lo demás, de que no exista una regla similar en sede de sociedades de responsabilidad limitada ni por razón de la distinción jurídica ni por explicación alguna de corte económico.

El ordenamiento que paradigmáticamente deja el control de las operaciones apalancadas a un momento posterior a su realización es el estadounidense que, esencialmente, establece la tutela jurídica para los supuestos de transacciones fraudulentas o no deseables desde el punto de vista económico en sede concursal. En concreto, la decisión sobre la realización de un *leveraged buy-out* no queda supeditada a la elaboración de informes, sino que es adoptada directamente por el órgano de administración que tan sólo ha de velar por cumplir con el test de solvencia. Así, y salvo especialidades particulares de los estados de Delaware o California, si los activos obrantes en la sociedad son superiores a las deudas contraídas por la misma y, al tiempo, es posible hacer frente a los sucesivos momentos de la sociedad, pueden tener lugar distribuciones o salidas de líquido del patrimonio social. En la medida en que en una operación apalancada, la *target* financia la deuda contraída para la adquisición de los títulos que integran su propio capital social, se produce una distribución que debe someterse a los criterios referidos. Los tests de solvencia tienen relevancia en terreno societario, en la

medida en que su incumplimiento puede dar lugar a responsabilidad de los administradores. Sin embargo, se revelan más importantes en sede concursal, donde se aplica el cálculo referido como elemento para determinar si procede la acción rescisoria o *fraudulent transfer*.

Finalmente, el tratamiento jurídico dispensado a las operaciones apalancadas en el ordenamiento alemán tiene determinadas particularidades que lo dotan de singularidad. Así, mientras que en el caso de las sociedades anónimas, rige la regla prohibitiva de la asistencia financiera (establecida como trasposición de lo consignado en la Directiva 77/91/CEE), para las sociedades de responsabilidad limitada no es el caso. Ello da lugar a que se busquen fórmulas de tratamiento a través de la doctrina jurisprudencial en materia de grupos para determinados casos fraudulentos que generen vaciamientos patrimoniales y que, en todo caso, tienen lugar con carácter *ex post*.

En sede de sociedades anónimas se plantea, en primer, lugar la duda sobre la aplicabilidad de la prohibición de asistencia financiera a los *leveraged buy-outs*, lo que puede ser respondido de manera fragmentaria. Así, parece que la financiación de operaciones por parte de la sociedad objetivo vulnera la interdicción, como también la emisión de obligaciones o bonos por la adquirente de las que, sin embargo, sea garante la *target*. El hecho de garantizar la deuda directamente con el financiador sin establecer relación jurídica alguna de tipo crediticio con la sociedad adquirente tampoco es óbice para entender que deba aplicarse la prohibición. Cuestión distinta es la que tiene lugar con las fusiones apalancadas, por el contrario, al contener instituciones propias de tutela de los acreedores en sede de modificaciones estructurales, no entran en el ámbito de aplicación de la disciplina. Al tiempo, el precepto que la contiene configura la prohibición como supuesto de

negocio en fraude de ley de la autocartera (“*Umgebungsgeschäfte*”), de lo que se puede establecer cierta relación con las normas reguladoras de esta última. Si entre los supuestos de adquisición derivativa libre se encuentra la sucesión universal –entre otros, por fusión–, se infiere que la operación que culmine en fusión no estará prohibida.

En el caso de las sociedades de responsabilidad limitada, la primera cuestión que surge es la posibilidad de aplicar las reglas sobre mantenimiento del capital social y prohibición de devolución de aportaciones, lo que, al igual que en el caso de sociedades anónimas, encuentra limitaciones. Éstas tienen que ver, en primer lugar, con el hecho de que la prohibición afecta a aquellas situaciones en las que el beneficiario de la salida patrimonial sea un socio y no un tercero. En segundo lugar, especialmente tras la modificación legislativa de 2008 operada por *MoMiG*, se advierte específicamente que el ámbito de aplicación de la regla referida son aquellos negocios que no sean neutrales al balance –consecuentemente, que tengan un elemento lucrativo–, lo que no ocurre en la concesión de créditos, como es el caso en los *leveraged buy-outs*. Atendida esta realidad, procede localizar una fórmula de tratamiento adecuado en la jurisprudencia sobre grupos de sociedades que, tras su evolución en las últimas tres décadas, ha establecido la doctrina de la *Existenzvernichtungshaftung*. Ésta consiste en una responsabilidad extracontractual de los socios por actuaciones que supongan salidas patrimoniales de la compañía siempre y cuando éstas causen un daño que suponga bien la insolvencia, bien la profundización en la misma y, además, su acaecimiento pudiera haberse previsto.

PARTE TERCERA
LA FUSIÓN APALANCADA EN EL DERECHO ESPAÑOL
CONTEMPORÁNEO

CAPÍTULO IV. EL SUPUESTO DE HECHO REGULADO DE LA
FUSIÓN APALANCADA

I. PLANTEAMIENTO GENERAL

La discutida admisibilidad de la fusión apalancada en Derecho español, que, desde la inclusión de la prohibición de asistencia financiera en la extensa configuración establecida en el ordenamiento patrio, se topaba inexorablemente con ésta, vino a resolverse con la entrada en vigor de la Ley 3/2009, de 3 de abril, de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles (LME). Su artículo 35 preceptúa diversas exigencias añadidas para el caso de que la fusión tenga las características que la propia norma describe y que esencialmente consisten 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. La incorporación de esta disposición cerró el debate en torno a la validez de las operaciones descritas, evitando así el recurso por parte de la doctrina, la jurisprudencia y la práctica a interpretaciones restrictivas que se hacían necesarias por evidentes razones de justicia, pero que con no poca dificultad se extraían del tenor literal de la norma que contenía la interdicción.

Es una realidad que, con anterioridad a la LME, de una parte, la práctica de los *leveraged buy-outs* no era inexistente³⁴⁰ y, en ocasiones, se instrumentaba a través de fusiones, que constituían una alternativa a cualquier garantía real para la entidad financiadora de la operación a los efectos de preservar su crédito. La exigua litigiosidad en la materia, derivada de la inexistencia de afectación de intereses de parte, fundamentalmente relativos a socios y a acreedores, convalidaban, de hecho, las mencionadas operaciones, existiendo una cierta tolerancia, con mínimas excepciones³⁴¹, hacia las mismas por parte de los organismos encargados de llevar a cabo la actividad represora de carácter jurídico-público contenidas en los arts. 89 TRLSA y 42 LSRL (ahora art. 157 TRLSC).

De otra, doctrina y jurisprudencia eran favorables a la admisibilidad de ciertas operaciones por considerar que no eran subsumibles en el ilícito societario de prohibición de asistencia financiera a terceros para la adquisición de acciones o participaciones propias. Quepa hacer referencia, de manera paradigmática, a la argumentación llevada a cabo por la Audiencia Provincial de Madrid en el muy relevante Auto de 9 de enero de 2007³⁴², ya

³⁴⁰ Así se puede ver en ALEMANY, L., “Analysis of the top Leveraged Buy-Outs (LBOs) in Spain, 2005-2007”, WP, disponible en <http://ssrn.com/abstract=1176822>, donde, antes de entrar en el análisis financiero de las características más relevantes de las operaciones apalancadas llevadas a cabo en el período indicado en el título del trabajo, se pone de manifiesto el aumento considerable de la industria del capital-riesgo en el lustro directamente anterior, así como el incremento resultante de los *leveraged buy-outs*, que llegaron a constituir más del 70% del *venture capital* realizado en España. Véase también al respecto el pormenorizado análisis de MARTÍ PELLÓN, J., “Buyouts en España en 2009”, WP, Junio 2010.

³⁴¹ En tal sentido puede consultarse la SAN de 25 de septiembre de 2008 (AC\2008\2623), así como el comentario a la misma de ORTIZ MÁRQUEZ, M., “La asistencia financiera intragrupo. Comentario a la Sentencia de la Audiencia Nacional de 25 de septiembre de 2008”, *RdS*, núm. 34, 2010-2011, pp. 399-420.

³⁴² AAP Madrid, de 9 de enero de 2007 (AC\2007\1160), comentado por MINGOT AZNAR, M., “La prohibición general de asistencia financiera del artículo 81.1 LSA en las operaciones apalancadas. A propósito del Auto de la Sección 28ª de la Audiencia Provincial de Madrid

considerada con anterioridad, y que, dicho de manera sintética, se basa en una exégesis formalista y restrictiva del supuesto de hecho del antiguo art. 81.1 TRLSA, así como de la convalidación de la posible vulneración del precepto a través de las garantías específicas para determinados *stakeholders* como consecuencia de la operación llevada a cabo con posterioridad.

Por lo que se refiere a la doctrina, los argumentos traídos a colación por los defensores de unas mayores posibilidades de actuación en la contratación corporativa coincidían en buena medida con los de la práctica judicial. En tal sentido, entendían que el precepto en cuestión no contenía una prohibición de generación de un resultado consistente en que la financiación de la compraventa se produjese efectivamente como consecuencia del traslado del coste de la adquisición a la propia sociedad adquirida³⁴³, precisamente por tratarse de un ilícito catalogado, en línea con la calificación de la doctrina penal, como de peligro³⁴⁴, sino más bien, de una interdicción de la mera acción de financiar en sí misma considerada³⁴⁵. Por otro lado, se argüía el

de 9 de enero de 2007”, *RdS*, núm. 28, 2007, pp. 371-379, favorable, en términos generales, a las opiniones vertidas por el órgano judicial en el asunto.

³⁴³ Así lo indica BAYONA GIMÉNEZ, R., *La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Cizur Menor, Aranzadi, 2002, p. 292, cuando describe entre las características fundamentales del LBO el hecho de que el coste de adquisición acabe recayendo en el patrimonio de la sociedad objeto de compra (*target*). Advierte TRÍAS SAGNIER, M., “La problemática de asistencia financiera”, en TRÍAS SAGNIER, M., (Coord.), *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España. Entidades y operaciones*, Madrid, Marcial Pons, 2006, pp. 155-176, que, sin embargo, no puede hablarse de una misma función económica por el hecho de que no se genera una obligación derivada de un negocio jurídico de los prohibidos bajo la rúbrica de la asistencia financiera que vincule a la sociedad (p. 173). En realidad, precisamente es éste el efecto de la fusión, particularmente si es la *target* quien absorbe o si hay una fusión por creación de nueva sociedad, ya que se produce la sucesión universal de los derechos y obligaciones (art. 23 LME).

³⁴⁴ Opinión sostenida por VAQUERIZO ALONSO, A., *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Madrid, Civitas, 2003, p. 163.

³⁴⁵ En cierto modo, aunque ya en vigencia de la LME, LÓPEZ MATEO, M. A., “Asistencia financiera: análisis y crítica del Derecho vigente. Ley 3/2009. (I)”, *RDM*, núm. 272, 2009, pp. 541-618, donde se recalca su carácter abstracto y autónomo, que no debe dar lugar a su activación en el momento en que el bien jurídico pretendidamente tutelado se vea lesionado,

hecho de encontrarse protegidos los intereses en juego a través de los instrumentos de tutela característicos de determinadas instituciones y, en especial, de las fusiones³⁴⁶. No existía, sin embargo, unanimidad, sino que la amplitud característica de la norma, particularmente manifiesta en la mencionada cláusula de cierre³⁴⁷, unida al hecho de la aparente falta de exigencia de un proceso cronológico, que implicaría la inexigibilidad del carácter previo de la asistencia respecto de la compra de acciones o participaciones³⁴⁸, alentaban opiniones abiertamente divergentes³⁴⁹.

sino, en general, cuando se observen los elementos del supuesto de hecho por su idoneidad para generar un efecto lesivo independientemente de que éste llegue a producirse (pp. 554-559).

³⁴⁶ Véase, por todos, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./ PERDICES HUETOS, A. B., “Art. 81”, en PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./ PERDICES HUETOS, A. B., *Negocios sobre las propias acciones*, vol. IV, Madrid, Civitas, 2003, en URÍA GONZÁLEZ, R./ MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./ OLIVENCIA RUIZ, M. (Dirs.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Madrid, Civitas, 2003, pp. 381-494, p. 462. En clave –entendemos- *de lege ferenda* advierte de las posibilidades de limitación de los LBOs, VAQUERIZO ALONSO, A., *Asistencia financiera*, cit., p. 436-443, postulando soluciones de tutela de acreedores y socios minoritarios a través de un Derecho Concursal a imagen y semejanza del estadounidense, así como de la regulación de OPAs –aunque en este caso tan sólo si la *target* es una sociedad cotizada- o incluso grupos de sociedades. Puede verse sobre este último aspecto, en lo que a la preservación del principio de paridad de trato se refiere, ampliamente, EMBID IRUJO, J. M., *Grupos de sociedades y accionistas minoritarios. La tutela de la minoría en situaciones de dependencia societaria y grupo*, Madrid, Ministerio de Justicia, 1987, pp. 46-47.

³⁴⁷ Así como el recurso al fraude de ley, tal y como expresado por VICENT CHULIÁ, F., “Norma aplicable, analogía, fraude de ley “and all that” en el Derecho de sociedades”, *RGD*, núm. 615, 1995, pp. 13523-13539, p. 13537.

³⁴⁸ En contra, véase, RECALDE CASTELLS, A., “Operazioni sulle proprie azioni”, en CAMPOBASSO, F. (Dir.), *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capital*, v. 1, Milano, Giuffrè, 2003, pp. 529-569, donde indica que en *leveraged buy outs* iniciados con OPAs hostiles, el adquirente no contaría con la previa asistencia financiera de la sociedad *target* (pp. 564-565).

³⁴⁹ Firmemente, FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, M. 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*”, *RDM*, núm. 232, 1999, pp. 577-642, especialmente en sus extensas conclusiones, en referencia a la exposición realizada con carácter previo, trayendo a colación argumentos de carácter histórico, económico y jurídico-comparado (pp. 630-638).

Como causa o elemento que ayuda a explicar la introducción del art. 35 LME puede añadirse a las anteriores la relevancia de la reforma de la normativa europea en materia de capital social en las sociedades anónimas, que tuvo lugar de la mano de la revisión de la Segunda Directiva de Derecho de Sociedades operada por medio de la Directiva 2006/68/CEE³⁵⁰. Las modificaciones anteriormente comentadas, relativas a la flexibilización de la disciplina contenida en el antiguo art. 23 y la existencia de mayores posibilidades de actuación siempre acompañadas de los requisitos descritos y, en concreto, de la elaboración de un informe por parte de los administradores, de la adopción del acuerdo de la Junta General y de la concesión de la asistencia financiera en condiciones de mercado, permiten entender el tenor dado al precepto de nueva creación en 2009.

Transcurrida la *vacatio legis* previa a la entrada en vigor de la LME en la fecha indicada, la fusión apalancada se encuentra ante un panorama normativo sustancialmente distinto. El presente epígrafe tiene vocación introductoria, no tanto del capítulo que inicia, sino de la totalidad de la tercera

³⁵⁰ Una primera aproximación a los cambios referidos y contenidos en la propuesta de la Directiva la constituye ALONSO LEDESMA, C., “Propuesta de modificación de la segunda Directiva de Sociedades relativa a la Constitución de la Sociedad Anónima y al mantenimiento y modificación de su capital”, *RdS*, núm. 24, 2005, pp. 511-526, pp. 520-521. Monográficamente, puede verse el trabajo de VELASCO SAN PEDRO, L., “La reforma de la asistencia financiera en Europa”, en AA.VV., *Estudios de derecho de sociedades y derecho concursal: libro homenaje al profesor Rafael García Villaverde*, vol. III, Madrid, Marcial Pons, 2007, pp. 1655-1682. No en vano, algún autor ha planteado la interpretación de determinados aspectos del precepto objeto de estudio que resultan de difícil exégesis en clave europea. Véase en tal sentido, ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera: el art. 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales”, *AAMN*, núm. 50, 2010, pp. 119-156 en relación con la problemática expresión “*si existe asistencia financiera*” del informe del experto independiente (pp. 150-151). Recuerdan, no obstante, BROSETA PONT, M./ MARTÍNEZ SANZ, F., *Manual de Derecho Mercantil*, 20ª Ed., Madrid, Tecnos, 2013, p. 420, que la introducción de una flexibilización de la prohibición de asistencia financiera por la vía de la LME no ha venido acompañado ni ha supuesto una similar actuación en relación con la interdicción en sí misma, cuyo tenor se mantiene intacto.

parte, en la que se desarrolla el régimen jurídico vigente aplicable a la fusión apalancada. Los capítulos que integran este bloque temático deben ser considerados como una unidad, ya que representan los diferentes elementos de la estructura del precepto a analizar. Si el Capítulo IV, que aquí se inicia, tiene por objeto el análisis atomizado del supuesto de hecho de la norma reguladora, el siguiente (Capítulo V) estudia las consecuencias del propio precepto, consistentes en el incremento de las obligaciones informativas, configuradas como requisitos de validez de la fusión, y el último (Capítulo VI) las implicaciones del incumplimiento de las mismas en los diferentes ámbitos del ordenamiento jurídico que puedan incidir en la operación de modificación estructural aludida.

Resulta necesario, en este punto, advertir de la necesidad de plantear el estudio de la institución que nos ocupa, no sólo desde el punto de vista de la problemática de la prohibición de asistencia financiera, que se revela el principal escollo que el propio legislador ha pretendido desplazar, sino también, de manera especial, como modificación estructural³⁵¹, puesto que sólo desde tal punto de vista puede concebirse la validez de la operación. De este modo, frente a la opción adoptada por algún autor³⁵², parece de particular

³⁵¹ Como ha advertido EMBID IRUJO, J. M., “En torno al art. 35 de la ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (la fusión apalancada)”, en GARRIDO DE PALMA, V. M., *Modificaciones estructurales y reestructuración empresarial*, Valencia, Tirant Lo Blanch, 2012, pp. 83-109, el legislador ha fijado su atención en la fusión, siendo, consiguientemente, éste, su objeto de regulación, lo que, sin embargo, no debe conducir a ignorar el proceso de endeudamiento y adquisición que tiene lugar con carácter previo, puesto que dichos aspectos son los que dan lugar a la existencia de una norma especial de las características de la analizada (pp. 86-87).

³⁵² SERRANO ACITORES, A., *Leveraged Buyouts: El Sistema Contractual de las Adquisiciones Apalancadas de Empresas por Operadores de Capital Riesgo*, Cizur Menor, Aranzadi, 2013 toma el punto de vista de la compraventa de empresa como elemento central en los Capítulos V, VI y VII y tan sólo en la última parte de éste desarrolla la cuestión en el seno de los aspectos que afectan a las modificaciones estructurales, aunque tan sólo en relación con el art. 35 LME tomado, en cierto modo, como compartimento estanco sin relaciones con el resto de preceptos de la disposición legal en cuestión (pp. 379-401).

relevancia analizar las características de la fusión en sí misma considerada y en tanto modificación estructural³⁵³, así como sus implicaciones para la operación apalancada, tanto a efectos organizativos³⁵⁴, como patrimoniales, que son, al cabo, los que constituyen los riesgos frente a los que pretende proteger una norma como la de la prohibición de asistencia financiera. Sólo mediante un análisis conjunto de ambas dimensiones pueden valorarse adecuadamente todas las aristas de la cuestión. La incardinación de la fusión apalancada primordialmente como fusión tendrá especial relevancia a la hora de estudiar las posibilidades de actuación frente a situaciones patológicas de la norma y que, sin desdeñar las cuestiones concursales o tributarias, encuentran un terreno amplio de análisis en la vertiente societaria.

II. ADVERTENCIA METODOLÓGICA: EL ANÁLISIS COMPARADO CON EL ORDENAMIENTO ITALIANO

Resulta imperioso realizar una advertencia metodológica en relación con el análisis que se desarrolla en el presente y los siguientes capítulos. Se trata de una confirmación de la vocación jurídico-comparada del estudio a desarrollar, que si se podía advertir de manera palpable en el Capítulo II y, muy especialmente, en el Capítulo III, aquí se viene a completar, dando lugar a lo que podría denominarse como un estudio asimétrico de comparación entre ordenamientos. La razón de ser de esta afirmación no es otra que la

³⁵³ Resulta de especial interés el análisis en clave de conjunto que constituyó el trabajo de EMBID IRUJO, J. M., “En torno a las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (fusión, escisión y otros procedimientos similares)”, *CDC*, núm. 9, 1991, pp. 13-37.

³⁵⁴ Véase sobre la cuestión, ampliamente, el interesante trabajo de VICARI, A., “I conflitti d’interessi di amministratori e soci della società *target* nel *leveraged buy out*”, en ABBADESSA, P./PORTALE, G. B., (Dirs.), *Il nuovo Diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. IV, Torino, UTET, 2007, pp. 267-310.

preponderancia que respecto a otras legislaciones ya consideradas en apartados anteriores tiene en este punto el ordenamiento italiano. Si el análisis de los demás ordenamientos tratados a lo largo de los capítulos indicados pretendía resaltar las diferencias, en algunos casos, sustanciales, respecto al sistema establecido en el ordenamiento español en clave unitaria, esto es, desde una perspectiva integral de la tutela de los intereses en juego en las operaciones de MLBO, en esta parte se busca localizar los elementos disímiles –no siempre o no necesariamente de mero detalle– entre los preceptos español e italiano.

Así las cosas, si bien el objeto de los capítulos de esta tercera parte es el estudio de la estructura normativa aplicable a la fusión apalancada en Derecho español, es una realidad no menos cierta que el contenido del art. 35 LME se encuentra profundamente inspirado en el previo art. 2501 bis del *Codice Civile*³⁵⁵, que proviene de la reforma del Derecho de Sociedades de 2003 en Italia³⁵⁶ y que no puede ser ignorado³⁵⁷. Parece oportuno que la exposición de

³⁵⁵ Se ha indicado que ha sido importada de la norma del país transalpino. Así, VICENT CHULIÁ, F., *Introducción al Derecho Mercantil*, 23ª Ed., Valencia, Tirant Lo Blanch, 2012, pp. 1001-1002.

³⁵⁶ Téngase en cuenta al respecto, sin afán de exhaustividad, CERRATO, S. A., “Le operazioni di *Leveraged Buy Out*”, en AIELLO, M. et al., *Le operazioni societarie straordinarie*, vol. V, Padova, CEDAM, 2011, en COTTINO, G. (Dir.), *Trattato di Diritto Commerciale*, Padova, CEDAM, 2011, pp. 527-600. GALLETI, D., “*Leveraged buy out* ed interessi tutelati: appunti per la ricognizione della fattispecie”, *Giur. Comm.*, núm. 1, 2008, pp. 433-447; MONTALENTI, P., “*Il leveraged buyout* nel nuovo diritto penale commerciale e nella riforma del diritto societario”, *Giur. Comm.*, núm. 1, 2004, pp. 791-818; PICONE, L. G., “*Il leveraged buy out* nella riforma del diritto societario”, *Contr. Imp.*, núm. 2, 2003, pp. 1391-1453; en clave de análisis económico del Derecho del art. 2501 bis *Codice Civile*, SILVESTRI, M., “The New Italian Law on Merger Leveraged Buy-Outs: A Law and Economics Perspective”, *EBOR*, núm. 6, 2005, pp. 101-147. Entre nosotros, MARTÍMOYA, V., “Apuntes sobre el régimen de la fusión en la reforma del Derecho de Sociedades en Italia”, *RDM*, núm. 251, 2004, pp. 291-327, quien contrapone las dudas doctrinales y la jurisprudencia vacilante que, con anterioridad a la incorporación del art. 2501 bis *Codice Civile*, debía analizar la compatibilidad de las operaciones con el art. 2358 del mismo cuerpo legal y la solución legislativa posterior a la reforma (pp. 312-316).

³⁵⁷ Incluso con inmediata posterioridad a la entrada en vigor de la norma italiana, existía algún trabajo doctrinal en el que se llamaba la atención sobre el precepto transalpino,

los aspectos y dudas interpretativas que surgen de la lectura del precepto que aquí nos ocupa no quede circunscrita a la norma española, sino que sea sistemáticamente analizada de manera conjunta con su homónima italiana³⁵⁸. El planteamiento no es redundante ni caprichoso, sino que más bien responde a una voluntad clarificadora, y es que pese a la aparente identidad del contenido sustantivo de ambos artículos, se observan relevantes diferencias cuya existencia y justificación merecen ser indagadas.

Todo lo anterior no impide que, de manera puntual, sean traídos a colación determinados elementos característicos de la regulación aplicable a las operaciones de MLBO en otros ordenamientos, sean de algunos de los europeos, por haber planteado la trasposición de la norma de la UE correspondiente desde una perspectiva divergente, sean de otros, fundamentalmente del estadounidense, que respondan a un sistema de tutela basado en instituciones de diversa índole. En tal sentido, de los primeros resulta de interés la legislación de Alemania por contener una prohibición de asistencia financiera más apegada a la letra de la originaria norma comunitaria y, particularmente en el primer caso, por la aplicación de la doctrina jurisprudencial de la *Existenzvernichtungshaftung*³⁵⁹ en materia de

sugiriendo la incorporación de una regla similar en el ordenamiento español. En tal sentido, SÁNCHEZ DAFOS, J. A., “El efecto de la prohibición de asistencia financiera en las operaciones de Forward Merger LBO en España y el efecto de la reforma en Italia”, *RdS*, núm. 24, 2005, pp. 487-510, concretamente en la p. 503.

³⁵⁸ Planteamiento también seguido en el análisis por algunos de los autores de nuestra doctrina. De manera paradigmática, LÓPEZ MATEO, M. A., “Asistencia financiera: análisis y crítica del Derecho vigente. Ley 3/2009. (II)”, *RDM*, núm. 273, 2009, pp. 835-892.

³⁵⁹ El planteamiento no es ocioso dada la evolución jurisprudencial en la materia, que algún autor ha entendido como un acercamiento a perspectivas más características de determinados ordenamientos de *common law*. Véase sobre el particular MIOLA, M., “Tutela de los acreedores en las sociedades de capital y técnicas alternativas. El debate entre la tradición europea continental y el punto de vista anglosajón”, en ALONSO LEDESMA, C./ ALONSO UREBA, A./ ESTEBAN VELASCO, G. (Dirs.), *La modernización del Derecho de*

sociedades de responsabilidad limitada (GmbH) y por las novedades introducidas por MoMiG. De los segundos, además de la flexibilización singular de la prohibición de asistencia financiera en el caso inglés, sujeto, por lo demás, de igual manera a las Directivas europeas, cabe destacar las específicas reglas sobre *fraudulent conveyance* y *fraudulent transfer* localizadas en el ordenamiento norteamericano en sede concursal.

III. ELEMENTOS SUBJETIVOS

Concluidos los prolegómenos de este capítulo, el análisis del art. 35 LME exige, en primer término, dilucidar su ámbito de aplicación. Desde un punto de vista objetivo, éste lo constituye el supuesto de hecho del precepto, cuyo estudio se realiza en los epígrafes posteriores y que, hasta cierto punto, y sin perjuicio de las dudas interpretativas que se puedan originar, se encuentra concretado por el tenor de la norma. No ocurre lo mismo en el plano subjetivo, en el que se aprecia una falta de determinación que sólo puede encontrar respuesta tomando en consideración el ámbito de aplicación general de la disposición legal.

La indicación contenida en el art. 2 LME pudiera resultar clarificadora en tal sentido por cuanto la normativa relativa a la fusión apalancada sería aplicable siempre que intervinieran en la operación de modificación estructural cualesquiera sociedades mercantiles, tuvieran tal condición por forma o por objeto, dejando la problemática, con la excepción de las sociedades cooperativas –cuya mercantilidad, como es sabido, no ha estado exenta de discusión doctrinal– que se regirían, por indicación del apartado segundo del precepto, por su propia regulación (arts. 63 y ss. LCoop para las

Sociedades de capital en España. Cuestiones pendientes de reforma, vol. II, Cizur Menor, Aranzadi, 2011, pp. 19-66, pp. 43-44.

sujetas al régimen de la ley estatal). La aparente simplicidad, sin embargo, no es tal, sino que diversos aspectos se revelan verdaderos escollos que impiden la aceptación de una respuesta directa en el sentido expresado.

En primer lugar, el régimen establecido en el art. 35 LME se incorpora al Derecho español, tal y como se ha sostenido, como forma de relajación de la prohibición de asistencia financiera o *lex specialis* en materia de operaciones apalancadas cuya licitud bajo el régimen de la interdicción quedaba, cuanto menos, en entredicho. Si la legislación española, tanto con anterioridad a la LME (art. 81 TRLSA y art. 40.5 LSRL), como con posterioridad, incluso una vez entrado en vigor el TRLSC (arts. 150 y 143.2 TRLSC), tan sólo ha regulado la prohibición de asistencia financiera para la sociedad anónima y la sociedad de responsabilidad limitada, y en la norma comunitaria sólo viene recogida para el primero de los tipos sociales aludidos, la aplicación de las exigencias informativas reforzadas en el supuesto de fusión apalancada para todas las sociedades mercantiles requiere, al menos, alguna matización.

En segundo lugar, se ha señalado que la prohibición de asistencia financiera tiene por objeto, a partir de su construcción abstracta y de prevención de situaciones que encarnen potencial peligro, la tutela de intereses, tanto de carácter patrimonial³⁶⁰, como organizativo³⁶¹, aspectos que en las sociedades personalistas no encuentran una significación tan acusada

³⁶⁰ Con reservas respecto a la consideración relativa al fin de protección del capital social en todo caso, dado que directamente, tan sólo se verá afectado en supuestos de reducciones patrimoniales sin contrapartida, FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Revisión crítica de la prohibición de asistencia financiera (art. 81 LSA)”, *RdS*, núm. 3, 1994, pp. 169-189, en concreto, pp. 170-171.

³⁶¹ Véase, por todos, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., “Negocios sobre las propias acciones”, en ALONSO UREBA, A./ CHICO ORTIZ, J. M./ LUCAS FERNÁNDEZ, F., *La reforma del derecho español de sociedades de capital (reforma y adaptación de la legislación mercantil a la normativa comunitaria en materia de sociedades)*, Madrid, Colegio Nacional de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, 1987, pp. 473-630, p. 601.

como en las afectadas por la prohibición de asistencia financiera. Y ello debido, de un lado, a la responsabilidad ilimitada atribuida por los arts. 127 y 148 CCom a los socios de las sociedades colectivas y a los colectivos de las comanditarias, y, de otro, a la supletoria condición de gestores de los socios colectivos de ambos tipos sociales, lo que limita sustancialmente, y sin perjuicio de supuestos en los que se establezca lo contrario (arts. 131-132 CCom), así como de la progresiva introducción por vía contractual de estructuras más características de sociedades de capital³⁶², los posibles problemas de gobierno corporativo que se pudieran derivar de este tipo de operaciones. Problemas similares se suscitan, pese a su carácter capitalista, de la sociedad comanditaria por acciones, en la que, a mayor abundamiento, el art. 252.1 TRLSC, en el que se establece el necesario carácter de socio colectivo de quien ostenta la condición de administrador, parece revestir carácter imperativo³⁶³. A nuestro entender, con todo, y como se expondrá más adelante, tenidos en cuenta todas las particularidades de este tipo social, parece oportuno entender procedente la aplicación de la norma considerada.

Por lo demás, conviene no caer en la indiscriminación entre la posición de una determinada sociedad en la operación de fusión, así como en la previa de compraventa que se estipula como requisito para la aplicación del régimen de la fusión apalancada. En el plano de la adquisición, las consecuencias serán necesariamente diferentes según la compañía constituya el objeto enajenado o sea la parte compradora. De igual modo, no parece que la respuesta deba

³⁶² Esta posibilidad, manifiesta en los Estatutos Sociales de determinadas sociedades colectivas es analizada pormenorizadamente por FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *Derecho de Sociedades*, vol. I, Valencia, Tirant Lo Blanch, 2010, pp. 102-104 por cuanto constituye un elemento característico de la realidad económica y, en especial, una consecuencia de la potencial ingobernabilidad de las sociedades personalistas cuando el número de socios —o socios colectivos en la sociedad comanditaria— es muy elevado.

³⁶³ En tal sentido, FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *Derecho de Sociedades*, vol. II, Valencia, Tirant Lo Blanch, 2010, pp. 1510.

ser la misma según la sociedad considerada sea la absorbente, la absorbida, la participante o la resultante de una fusión. Particular relevancia tiene en este sentido la adquisición, puesto que constituye el punto esencial para determinar si nos encontramos ante un supuesto *a priori* prohibido por la interdicción general de asistencia financiera y que, consecuentemente, deba incorporar, para garantizar su licitud en tanto modificación estructural, los elementos informativos añadidos que el art. 35 LME exige.

Finalmente, la delimitación tipológica que aquí se sigue pudiera tener relevancia en cuestiones puntuales como puedan ser, de manera significativa, la dispensa de la emisión del informe de experto independiente o de parte del mismo, aspecto que será objeto de análisis más pormenorizado en el Capítulo V, donde inciden de manera particular las modificaciones legislativas introducidas en la LME por la Ley 1/2012, de 22 de junio, de simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital³⁶⁴.

1. El criterio de la sociedad resultante

Partiendo de la estructura procedimental de la fusión, el art. 23 LME enumera los tipos de fusión mediante la utilización de un criterio subjetivo, diferenciando a tal efecto según la extinción de las personas jurídicas intervinientes en la operación sea de la totalidad de las mismas o, por el

³⁶⁴ Críticamente sobre algunos de los aspectos modificados en la misma en materia de fusiones, DÍAZ MORENO, A./ JUSTE MENCÍA, J., “Apuntes de urgencia sobre la fusión en la Ley 1/2012, de 22 de junio, de simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital”, *RdS*, núm. 39, 2012, 199-228, en concreto, pp. 215 y ss. En sentido similar, con anterioridad a su tramitación legislativa, FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “La dispensa del informe del experto en las fusiones y escisiones tras la desafortunada reforma de la LME por el Real Decreto-ley 9/2012, de 16 de marzo”, *RMV*, núm. 11, 2012, pp. 9-40, particularmente, pp. 10-14.

contrario, alguna de las ellas continúe conservando dicha personalidad, integrándose en la compañía los patrimonios del resto de las participantes. En línea con el precepto, optamos aquí por un planteamiento de corte subjetivo con el fin de sistematizar el análisis en torno a las consideraciones relativas a la tipología societaria en la fusión apalancada³⁶⁵.

En tal sentido, parece oportuno iniciar el estudio atendiendo a la sociedad que constituye el resultado del procedimiento de fusión, diferenciando, como se advierte en el artículo considerado, según si su personalidad jurídica preexistía con anterioridad a la modificación estructural o no. Comenzando por el segundo caso, la constancia de un tipo social incluso no capitalista y, consecuentemente, no afectado por la prohibición de asistencia financiera, no debe ser óbice para que sean de aplicación las obligaciones informativas reforzadas propias del régimen de la fusión apalancada. El tipo social de la sociedad de nueva creación es irrelevante en el sentido apuntado, puesto que éste será independiente del que tengan las dos o más compañías que se fusionen. La sociedad de nueva creación no se encuentra condicionada, en tal sentido, por las que se extinguen, lo que puede bien colegirse del tenor del art. 45 LME³⁶⁶, en tanto que, si se requiere la indicación del tipo elegido en la escritura pública de fusión –como si de una constitución se tratara–,

³⁶⁵ La falta de un análisis tipológico, derivada de una vocación de generalidad, unida o que trae causa de una desaparición de la idea de la pretensión de permanencia de la sociedad propia del Derecho “clásico” de sociedades parece exigir, no obstante, determinadas comprobaciones particulares en determinados supuestos de esta categoría de modificaciones que afectan a las sociedades mercantiles, planteamiento acertadamente expuesto por EMBID IRUJO, J. M., *Sobre el Derecho de sociedades de nuestro tiempo. Crisis económica y ordenamiento societario*, Granada, Comares, 2013, pp. 84-85.

³⁶⁶ Trae a colación el precepto SEQUEIRA MARTÍN, A., “El concepto de fusión y sus elementos componentes”, en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F. et al. (Dirs.), *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, vol. I, Cizur Menor, Aranzadi, 2009, pp. 375-420 al delimitar el concepto legal de fusión y exponer las pequeñas diferencias existentes entre la fusión por absorción y la fusión por creación de sociedad nueva, que, sin embargo, no obstan a la pretensión de univocidad y, desde luego, a la realidad de unicidad del procedimiento de fusión (pp. 380-381).

mientras que el tipo sea mercantil, no habrá inconveniente en que las sociedades participantes, por ejemplo, sean capitalistas, y la resultante, personalista. Consecuentemente, con independencia del carácter capitalista o personalista de la resultante de la fusión por creación de nueva sociedad, si como consecuencia de las relaciones habidas entre las sociedades participantes, la situación acaecida es subsumible en el supuesto de hecho del art. 35 LME, deberá darse cumplimiento a las obligaciones informativas que dimanen del mismo.

La cuestión, por el contrario, difiere en el caso de fusión por absorción, puesto que la sociedad absorbente es una de las participantes, teniendo la condición, en el supuesto de hecho analizado, necesariamente, de adquirente (*forward merger leveraged buy-out*) o adquirida (*reverse merger leveraged buy-out*). El precepto objeto de estudio no impone la exigencia de que, en caso de instrumentarse la operación a través de una fusión por absorción, haya de ser la compradora la sociedad que absorbe y, consecuentemente, la supérstite, sino que se indica de manera genérica que “[e]n caso de fusión entre dos o más sociedades, si alguna de ellas [...] para adquirir el control de otra que participe en la operación de fusión [...]”³⁶⁷. Ello exige una consideración separada de ambos supuestos.

Por lo que se refiere a aquél en el que la sociedad adquirente es la misma que la absorbente, no debe existir diferenciación alguna en lo que a tipos sociales se refiere, puesto que en la situación de asistencia financiera, la regla

³⁶⁷ Tal es también la opinión de ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera...”, cit., p. 142, quien entiende que se pretende la inclusión en el precepto tanto de la fusión normal, como de la inversa. En el mismo sentido, RONCERO SÁNCHEZ, A., “Fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento del adquirente”, en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F. et al. (Dirs.), *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, vol. I, Cizur Menor, Aranzadi, 2009, pp. 721-766, en concreto, p. 744; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *Derecho de Sociedades*, cit., p. 1697.

prohibitiva no hace distinciones en cuanto al tercero³⁶⁸, pudiendo ser éste, en caso de tratarse de un ente social, de cualquier condición. Para llegar a dicha conclusión debe partirse de una interpretación del art. 35 LME como íntimamente relacionada o *lex specialis* de la reguladora de la prohibición de asistencia financiera³⁶⁹, opinión que no es pacífica en la doctrina. Con todo, entendemos que la relación existe y ello por las razones que seguidamente se exponen.

Se ha sostenido, en el sentido aludido, que la introducción de un artículo como el 35 LME no respondería tan sólo a una voluntad flexibilizadora de la prohibición de asistencia financiera, sino que la finalidad incorporaría también una prevención frente a los riesgos derivados de las situaciones de sobreendeudamiento³⁷⁰. Sin dejar de ser ello cierto, es una realidad que la prohibición de asistencia financiera, pese a haber quedado inserta en sede de autocartera y pretenderse una cláusula de cierre de la misma³⁷¹, no tiene como sola razón de ser la tutela del capital social a los efectos de su función de garantía para los acreedores, lo que exige cierta matización a la afirmación previa. En tal sentido, la prohibición responde, además, como se ha sugerido con anterioridad, a perspectivas tuitivas complementarias, tanto desde el punto de vista organizativo, como patrimonial. Dentro de los segundos, bien

³⁶⁸ Véase en tal sentido, FLORES DOÑA, M. S., “Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias”, en ALONSO UREBA, A. (Coord.), *Derecho de Sociedades Anónimas [en homenaje a José Girón Tena]*, Madrid, Civitas, vol. II, t. II, 1994, pp. 1383-1423, en concreto, pp. 1399; VAQUERIZO ALONSO, A., *Asistencia financiera*, cit., pp. 142-143.

³⁶⁹ Entiende que fundamentalmente se produce una mayor permisividad que despeja las dudas sobre la posible prohibición de los LBOs, como consecuencia de la modificación del régimen comunitario, DRYGALA, T., “Finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs nach der Reform der Kapitalrichtlinie”, *Der Konzern*, núms. 6-7, 2007, pp. 396-406, en particular, a partir de la p. 400.

³⁷⁰ En este sentido, RONCERO SÁNCHEZ, A., “Fusión posterior a adquisición...”, cit., pp. 746-747, así como, con posterioridad, p. 751.

³⁷¹ Tanto es así que en el ordenamiento alemán, el § 71 a AktG lleva la rúbrica *Umgehungsgeschäfte*, negocios en fraude de ley predicados –se entiende– de las prohibiciones del régimen de autocartera, del que constituirían una cláusula de cierre.

puede hacerse alusión al mencionado sobreendeudamiento³⁷² a que darían lugar operaciones que, pese a estar fundadas en una relación crediticia con contraprestación y, consecuentemente, incorporar la nota de onerosidad en su totalidad, no obstante, reducirían la liquidez de la sociedad cuyas acciones fueran objeto de adquisición y, consiguientemente, generarían un aumento del riesgo financiero^{373 y 374}.

Pudiera argumentarse, no obstante, que la disposición cuya esencia flexibilizadora aquí se sostiene no responde a una lógica general, puesto que la relativización que la norma europea propugnaba debería haberse llevado a cabo respecto de la totalidad de las operaciones de asistencia financiera³⁷⁵ y,

³⁷² Idea que desarrolla FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Revisión crítica de la prohibición...”, cit., p. 172, quien sugiere como opción tuitiva la obligación de dotación de provisiones por las posibles dificultades de cobro que pudiera acarrear la operación de financiación. En sentido similar, véase SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Acotaciones a una doctrina reciente en materia de pago y aplicación del dividendo”, *RGD*, núm. 584, 1993, pp. 4701-4759, en concreto, p. 4752. Díez-Picazo y Ponce de León, L., “Los negocios de la sociedad con las propias acciones”, en AA.VV., *Estudios jurídicos sobre la Sociedad Anónima*, Madrid, Civitas, 1995, pp. 189-213, concretamente, p. 210. En contra, FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, M. C., *La asistencia financiera para la adquisición de acciones/participaciones propias*, Granada, Comares, 2001, p. 51-52.

³⁷³ En opinión de VAQUERIZO ALONSO, A., *Asistencia financiera*, cit., pp. 324-325 y 327, lo que se produce es, de un lado, un efecto que daría lugar a la vertiente estructural del riesgo financiero, consistente en el surgimiento de una situación de inestabilidad patrimonial de la compañía, que puede llevarle a la insolvencia y, de otro, una utilización probablemente subóptima de los recursos que tenga la sociedad en su activo, que son destinados a financiar la compra de sus propias acciones o participaciones en vez de ser destinados a la actividad descrita en el objeto social.

³⁷⁴ En relación con los posibles riesgos y problemas derivados de situaciones de sobreendeudamiento y, en general, de inadecuación económica de la estructura de capital, véase, ampliamente, ENGERT, A., “Die ökonomische Begründung der Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensfinanzierung”, *ZGR*, vol. 33, núm. 6, 2004, pp. 813-841.

³⁷⁵ En tal sentido puede verse el planteamiento del Grupo parlamentario socialista, Diario de Sesiones del Congreso de los Diputados nº 163, de 2 de 12 de 2008. Véase una breve glosa sobre el procedimiento legislativo en HIDALGO ROMERO, R./ MOYA YOLDI, J., “Consideraciones sobre la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias a la luz de la tramitación parlamentaria del proyecto de ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles”, *RAD*, núm. 1, 2009, pp. 101-131, concretamente, pp. 126-127.

sin embargo, ésta tan sólo ha tenido lugar en el ámbito de las fusiones apalancadas que, por añadidura, son aquéllas que implican una adquisición de mayores porcentajes del capital social si se las compara con otras operaciones subsumibles en la prohibición y que tuvieran por objeto volúmenes accionariales menores. La razón de ser de esta opción legislativa, sin embargo, puede explicarse a partir de una posición restrictiva por parte del legislador español, planteamiento perfectamente lícito y que tiene cabida en el marco de la trasposición de la reforma de la Segunda Directiva. ¿Por qué, entonces, se aceptan las operaciones de mayor envergadura y no las de menor? Porque el punto de vista restrictivo del legislador es esencialmente cualitativo, lo que le lleva a valorar los riesgos y la viabilidad económica de la operación, en línea, desde luego, con la prohibición general abstracta de asistencia financiera. En tal sentido, no son necesariamente las operaciones de menor cuantía las menos problemáticas, sino aquéllas que, tomadas en conjunto, son beneficiosas para el interés de la compañía. Sólo las que den lugar a una reestructuración de la sociedad en los términos expuestos podrán, consecuentemente, y siempre bajo determinadas condiciones, ser excluidas de la prohibición de asistencia financiera por la vía del art. 35 LME.

Pero volvamos, ahora, a los argumentos que permiten afirmar la directa relación entre el aludido precepto y la prohibición de asistencia financiera. Cabe hacer referencia, en segundo lugar, a las indicaciones de la Exposición de Motivos, en cuyos apartados III y IV³⁷⁶ se advierte de que el legislador ha

³⁷⁶ Seguidamente se reproducen, con fines ilustrativos, algunos extractos de los mencionados apartados III y IV de la Exposición de Motivos de la LME: “*III. Además de la incorporación de la directiva sobre fusiones transfronterizas de las sociedades de capital, la presente Ley incorpora la Directiva 2006/68/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, 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. En las disposiciones finales se da nueva redacción a algunos artículos de las leyes de sociedades de capital y se añaden otros nuevos de fundamento a la*

optado por incorporar la trasposición de determinadas materias de la modificación de la Segunda Directiva en sede de modificaciones estructurales. A ello se añade que se trata de una norma de transición hacia perspectivas en las que la protección de los acreedores deje de girar en torno a la figura del capital social, lo que resulta palpable en la inclusión de una referencia en el art. 35 LME que puede entenderse como test de solvencia³⁷⁷, cuestión sobre la que volveremos con posterioridad.

Finalmente, la vinculación entre la norma sobre asistencia financiera y la relativa a la fusión apalancada³⁷⁸ es una realidad incluso desde el punto de

ampliamente discutida modificación de la Segunda Directiva. Ciertamente, la Directiva 2006/68/CE es una Directiva de transición a la espera de que fructifiquen alternativas al sistema de tutela tradicional de los acreedores sociales y de los propios accionistas –que gira en torno al capital social– y se introduzcan instrumentos técnicos eficaces que reduzcan las “cargas administrativas” que son connaturales a ese vigente sistema de tutela, y, al mismo tiempo, es una Directiva de transacción entre los defensores de los principios de la primera etapa de un proceso cuya duración y cuyos avatares son difíciles de prever. En realidad, la contraposición entre ese sistema tradicional y los instrumentos alternativos constituye un tema abierto en el que, más que cuestiones de preferencia entre técnicas diferentes de protección, están latentes muy diferentes concepciones acerca de la organización y del funcionamiento de las sociedades de capital.

IV. Más allá de los compromisos de armonización, la Ley introduce otras modificaciones en el régimen de las aportaciones no dinerarias, con la adición de importantes excepciones a la exigencia de informe del experto independiente, y en el régimen de la autocartera y de la asistencia financiera, donde es patente aquel postulado legislativo de mayor flexibilidad [...].”.

³⁷⁷ Aspecto acertadamente advertido por FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “El nuevo “test de balance” bajo las normas contables internacionales: ajustes valorativos e intangibilidad del capital social”, *RDM*, núm. 279, 2011, pp. 37-98, concretamente, pp. 47-48, así como nuestro trabajo, GIMENO RIBES, M., “Fraude fiscal y fraude mercantil en el *Merger Leveraged Buy-Out*”, *RDBB*, núm. 130, 2013, pp. 111-145, en particular, pp. 134-135.

³⁷⁸ Véase en contra de esta postura, LÓPEZ MATEO, A., “Asistencia financiera...”, cit., p. 867, donde considera que, en realidad, el art. 35 LME se referiría a cualquier compra apalancada independientemente del carácter capitalista de la sociedad o no. No se entendería en tal sentido que necesariamente tuviésemos que estar ante un supuesto de los encuadrables en la prohibición de asistencia financiera, lo que explicaría quizá, la referencia contenida en materia de informe de experto independiente a la consideración sobre la existencia de tal. A nuestro juicio, sin embargo, la razón de dicha referencia es bien distinta, como se expone en el Capítulo V. También es de dicha opinión YUSTE DE AYALA, G., “El impacto de la Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles en la financiación

vista práctico de aplicación del Derecho. Y es que, ante una operación como las reguladas en el art. 35 LME, si ésta no es entendida como *lex specialis* de la regla prohibitiva, dado el carácter absoluto de esta última, difícilmente podría ser admitida la licitud de este tipo de fusión, ya fuera por entender la modificación estructural y la consiguiente unificación de patrimonios como subsumible en la cláusula general prohibitiva³⁷⁹, bien como consecuencia de la interpretación en el sentido de considerar las operaciones de esta índole como supuestos de fraude de ley por constituir la fusión una *garanzia generica* en el sentido patrocinado por un sector de la doctrina italiana³⁸⁰. De hecho, el precepto del ordenamiento transalpino incorpora una referencia explícita al hecho de que la modificación estructural efectuada tenga el efecto de trasladar el coste de repago de la deuda al patrimonio de la sociedad objeto de previa adquisición³⁸¹. Resulta particularmente relevante advertir que en la norma española, sin embargo, y pese a su importante similitud, no exista referencia en el sentido aludido. La razón tiene que ver, a nuestro juicio, esencialmente con la diferente configuración de la prohibición de asistencia

de adquisiciones apalancadas”, *RECR*, núm. 4, 2009, pp. 33-49, en concreto, en la p. 40, donde, sin embargo, advierte que, pese a que a dicha consecuencia se llega en atención al genérico art. 2 LME, *de lege ferenda* debería restringirse el ámbito a “*las sociedades susceptibles de incurrir en asistencia financiera*”.

³⁷⁹ Especialmente, FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, M. C., “La prohibición de asistencia financiera...”, cit., pp. 617-619 y 632, donde además se pone de manifiesto el posible recurso a las reglas sobre el fraude de ley y, en su caso, una consideración finalista de la norma sobre interdicción del auxilio financiero que daría lugar a su aplicación siempre que el coste del repago de la deuda acabase recayendo en la sociedad objetivo.

³⁸⁰ Por todos, MORELLO, U., “Il problema della frode alla legge rivisitato: (fusioni per prevalenti scopi fiscali, leveraged buy-outs e management buy-outs)”, en AA.VV., *Fusioni, concentrazioni e trasformazioni tra autonomia e controllo*, Giuffrè, Milano, 1990, p. 151; así como, ampliamente MONTALENTI, P., *Il Leveraged Buyout*, Milano, Giuffrè, 1991, pp. 114-115.

³⁸¹ Dice el precepto que serán de aplicación las reglas relativas a obligaciones informativas “*Nel caso di fusione tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, quando per effetto della fusione il patrimonio di quest'ultima viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti [...]*”.

financiera en uno y otro ordenamiento, que tan sólo establece la enumeración en los términos de la Directiva en un caso (art. 2358 *Codice Civile*) y, por el contrario, incluye una cláusula general de cierre de la disciplina en el caso español.

Por lo que se refiere al supuesto de que la sociedad adquirente no sea la misma que la absorbente, la construcción jurídica difiere en su estructura, pero no en su resultado, puesto que, de igual manera, la sociedad supérstite incorpora el patrimonio de la sociedad adquirida, puesto que originariamente era ella misma, y, al tiempo, pasa a ser titular de la deuda contraída por la sociedad que la adquirió como consecuencia de la sucesión universal producida por la fusión³⁸². En tal sentido, la tipología de la absorbente sí que es relevante, ya que será la sociedad objeto de la previa compraventa (*target*), lo que implica la no aplicación del precepto a aquellos supuestos de *reverse merger leveraged buy-out* en los que la absorbente sea una sociedad personalista.

Cabe finalmente plantear el supuesto de que sean más de dos sociedades las que participen en la fusión, siendo la sociedad resultante, bien una de nueva creación, bien una de las intervinientes. Como se ha venido subrayando, lo relevante es, fundamentalmente, la tipología de la sociedad *target*, lo que en el presente supuesto implica que tan sólo con que una de las sociedades intervinientes tenga carácter capitalista y sea adquirida por parte

³⁸² AURIOLES MARTÍN, A., “Los leveraged buy-outs y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas”, *RDBB*, núm. 51, 1993, pp. 637-680 advierte en las pp. 676-677, a la hora de determinar cuál de las configuraciones de la fusión apalancada podía ser contraria o no a la prohibición de asistencia financiera –con anterioridad a la entrada en vigor de la LME– entendía que no parecía haber duda, desde un punto de vista esencialmente dogmático, de que no podía serlo si la sociedad absorbente era la adquirida, puesto que, en todo caso, como resultado, la supérstite se convertía, como consecuencia de la sucesión universal, en titular de la deuda contraída para financiar la compraventa de la sociedad.

de otra incurriendo en el consabido endeudamiento, nos encontraremos ante un supuesto de fusión apalancada independientemente de la tipología del resto de las sociedades participantes. El fundamento tendría como base el hecho de que, en cualquier caso, el patrimonio de la sociedad cuyas acciones hubiesen sido previamente adquiridas se encontraría afecto al repago de la deuda contraída. Es una realidad, consecuentemente, que el proyecto común de fusión deberá incorporar las informaciones adicionales requeridas por el régimen del art. 35 LME³⁸³. De lo que sí que pudiera haber duda es de si los informes de administradores de las sociedades que participaran en la fusión, pero que no hubiesen intervenido en la adquisición con carácter previo deberían tener efectivamente el aludido contenido. Sobre este particular se volverá en el siguiente capítulo con ocasión del estudio sobre los diferentes documentos requeridos para la fusión.

2. El punto de vista de las sociedades participantes: La Ley 1/2012

Analizada la cuestión tipológica desde la óptica de la sociedad que constituye el resultado de la fusión, compete ahora considerar el problema atendiendo a las compañías que participan en la modificación estructural. Como se ha advertido, lo relevante a los efectos de la determinación de la aplicabilidad de la norma sobre fusiones apalancadas es la relación entre éste y los relativos a la prohibición de asistencia financiera en materia de sociedades anónimas y de responsabilidad limitada. Consiguientemente, el análisis debe focalizar la atención en la sociedad respecto de la que se plantea

³⁸³ Entiende LARGO GIL, R., “La fase previa y el proyecto de fusión” en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F. et al. (Dir.), *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Cizur Menor, Aranzadi, 2009, pp. 421-487, que hablar de proyecto común resulta redundante, puesto que se trata de una operación en la que va a terminar habiendo una sola sociedad (pp. 439-440).

el problema de la posible interdicción. En tal sentido, optamos en este punto por un estudio que tome en consideración cada uno de los tipos sociales mercantiles de manera individualizada y, en razón de sus características propias, dilucide este interrogante inicial que la norma plantea.

Las consecuencias que de tal consideración se deriven tendrán una incidencia decisiva en términos de costes asociados a la operación de modificación estructural, lo cual parece especialmente relevante cuando las sociedades intervinientes son de modesto tamaño. Ésta puede ser entendida como una razón añadida por la que entendemos que la interpretación del precepto en este aspecto concreto debe ser restrictiva. El criterio, sin embargo, y como ya ha sido expuesto, debe ser, nuevamente, el de la sociedad *target*, por lo que sólo a ella debe ser dirigido el mencionado análisis tipológico, siendo irrelevante la condición de la adquirente, que sí que viene definido por el genérico art. 2 LME, excepción hecha, claro está, de aquellas fusiones en las que participe alguna sociedad que no tenga carácter mercantil³⁸⁴.

2.1. La sociedad anónima y la sociedad comanditaria por acciones

Cabe, en primer lugar, considerar las sociedades por acciones, a saber, tanto la anónima, como la comanditaria por acciones. Por lo que se refiere a la primera, es indudable que si la sociedad adquirida reviste tal condición

³⁸⁴ Sobre este tipo de operaciones, calificadas como “heterogéneas”, véase *in extenso* el trabajo de VAÑÓ VAÑÓ, M. J., “Fusiones heterogéneas”, en TRÍAS SAGNIER, M., *Las operaciones societarias de modificación estructural: análisis de su tratamiento jurídico, tributario y contable*, Valencia, Tirant Lo Blanch, 2001, pp. 249-284, quien distingue de forma preliminar entre la consideración de heterogeneidad derivada del diferente objeto social, del tipo o de la naturaleza jurídica de las sociedades intervinientes, resumiendo, a tal efecto, las controversias doctrinales producidas en tal sentido (pp. 250-254). El sistema fundado en excepciones desapareció con ocasión de la entrada en vigor de la LME, que supuso la definitiva liberalización de las operaciones de modificación estructural, que dejaban de estar limitadas por elementos tipológicos.

deben serle de aplicación los requisitos informativos exigidos por el precepto que regula el régimen de la fusión apalancada. Ello no obstante, cabe realizar algunas consideraciones sobre aquellos supuestos excepcionados del art. 150 TRLSC, regulador de la interdicción de auxilio financiero para la compra de acciones en la sociedad anónima. Lo cierto es que, como ha sido reflejado en el capítulo anterior, existen dos excepciones a la antedicha prohibición relativas, de un lado, a la adquisición realizada en el marco de sociedades en el sector crediticio y, de otro, a la adquisición de acciones por los trabajadores. Continuando con el planteamiento sistemático seguido hasta el momento, cabría entender que las obligaciones informativas del art. 35 LME debieran ser, consecuentemente, excepcionadas en los supuestos de fusiones producidas en el sector bancario tras una adquisición apalancada de las acciones del banco (así como establecimiento financiero de crédito o entidades de dinero electrónico³⁸⁵) *target*. El planteamiento se ofrece, con todo, abiertamente cuestionable, particularmente si se piensa en el impacto económico que operaciones de estas características tendrían, con la posibilidad de vulnerar, por añadidura, las reglas sobre solvencia bancaria.

Tampoco parece que jurídicamente sea del todo apropiada una comprensión del precepto en el sentido aludido, ya que el propio art. 150.3 TRLSC hace alusión a la financiación de adquisiciones de acciones realizadas

³⁸⁵ Entendemos que el art. 150.3 TRLSC se refiere a este tipo de entidades cuando hace alusión a “*otras entidades de crédito*”, puesto que el resto de entidades de crédito son Cajas de Ahorro y Cooperativas de Crédito, siendo una realidad patente que ninguna de ellas ostenta la condición de sociedades anónimas. Las únicas entidades que pueden integrarse entre las enunciadas por la norma y que tienen la condición de sociedades anónimas son los establecimientos financieros de crédito (art. 5.1 a) del Real Decreto 692/1996, de 26 de abril, por el que se establece el régimen jurídico de los establecimientos financieros de crédito) y las entidades de dinero electrónico, reguladas por el Real Decreto 778/2012, de 4 de mayo, de régimen jurídico de las entidades de dinero electrónico, cuyo art. 2 posibilita que sean constituidas bajo cualquier forma societaria mercantil.

dentro de las “operaciones ordinarias propias de su objeto social”³⁸⁶. Difícilmente puede considerarse una fusión, máxime cuando se produce tras una compraventa en la que el adquirente se endeuda considerablemente, como operación ordinaria, lo que debe llevar necesariamente a rechazar el planteamiento inicial. La norma hace referencia a aquellas compras de ínfimos porcentajes de acciones realizados por clientes bancarios que se convierten en socios del mismo y que, para ello, reciben financiación de la propia entidad de crédito, pero en modo alguno puede utilizarse en el sentido previamente aludido³⁸⁷. A mayor abundamiento, una interpretación favorable a la excepción y, consiguientemente, a la exclusión de las obligaciones informativas añadidas en caso de fusión bancaria podría dejar faltos de tutela supuestos de importante sobreendeudamiento³⁸⁸, quebrando uno de los fines de la norma³⁸⁹.

Diferente es el caso de la adquisición de la sociedad por parte de los trabajadores, que se corresponde con la excepción del apartado segundo del art. 150 TRLSC. En este caso no existe verdaderamente una razón de índole financiera como en el anterior, de lo que en principio debería suponerse su exclusión del supuesto de hecho del art. 35 LME. Sin embargo, si se atiende

³⁸⁶ Véase a tal efecto SÁENZ GARCÍA DE ALBIZU, J. C., *El objeto social en la sociedad anónima*, Madrid, Civitas, 1990, pp. 239 y ss.

³⁸⁷ En contra, véase SÁNCHEZ DAFOS, J. A., “El efecto de la prohibición de asistencia financiera...”, cit., p. 503, quien sugería la exclusión absoluta del supuesto de operación apalancada en el ámbito de entidades bancarias.

³⁸⁸ Cuando, en realidad, las fusiones del sector bancario tendrían, entre otras finalidades económicas, el fortalecimiento de sus recursos propios. Así, VAÑÓ VAÑÓ, M. J., “Fusiones heterogéneas”, cit., p. 263. Véase, en relación con la idea de recurso propio como elemento de limitación del endeudamiento excesivo, FERNÁNDEZ DEL POZO, L., *El fortalecimiento de recursos propios*, Madrid, Marcial Pons, 1991, pp. 41 y ss.

³⁸⁹ En relación con el sobreendeudamiento como elemento fundamental de la regulación de la fusión apalancada, téngase en cuenta EMBID IRUJO, J. M., “En torno al art. 35 de la ley de modificaciones estructurales...”, cit., pp. 32

al fundamento de la excepción de adquisición de acciones por parte de los trabajadores, que se encontraría, según algún autorizado sector doctrinal³⁹⁰, en la adecuada participación de los trabajadores en la empresa, así como del acceso de los mismos a los medios de producción (art. 129.2 CE), no parece que se piense en la adquisición del control por parte de uno solo de los trabajadores ni tampoco en la adquisición de la sociedad³⁹¹ por otra (*newco*) –de la que serían, en todo caso, socios los trabajadores–. En el art. 150.2 TRLSC subyace la pretensión de creación de una institución en sede societaria –habida cuenta de la inexistencia de fórmulas de cogestión como en otros ordenamientos de nuestro entorno, singularmente el alemán³⁹²– que garantice la participación de los trabajadores en la empresa, en este caso, como propietarios de la misma. El planteamiento, que bien se cohonesta con la existencia de formas societarias de base mutualista, como la cooperativa o la mutua³⁹³, casa poco con un esquema de fusión apalancada por las razones antedichas, lo que desaconseja, igualmente, la aplicación de esta excepción para soslayar la carga de las obligaciones informativas adicionales propias de su regulación.

Resta, en segundo lugar, atender al caso de la sociedad comanditaria por acciones. En tanto sociedad de capital se ha entendido que, pudiendo existir duda sobre la aplicación del régimen del art. 35 LME a las sociedades

³⁹⁰ FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Asistencia financiera a los trabajadores para la adquisición de acciones propias (art. 81.2 LSA)”, *RDBB*, núm. 47, 1992, pp. 811-848 se refiere al trasfondo constitucional (art. 129.2 CE) que tiene la excepción y que se refiere al acceso por parte de los trabajadores a los medios de producción (pp. 814-818).

³⁹¹ El propio texto del art. 35 LME indica que se tiene que producir una fusión entre dos sociedades, no habiendo lugar a que la previa adquisición haya sido realizada por trabajadores particulares.

³⁹² Véase sobre el particular, entre nosotros, ESTEBAN VELASCO, G., *El poder de decisión en las sociedades anónimas. Derecho europeo y reforma del derecho español*, Madrid, Civitas, 1982, pp. 186 y ss.

³⁹³ FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Asistencia financiera a los trabajadores...”, cit., pp. 817 y ss.

personalistas, ésta no daría lugar a interrogante alguno³⁹⁴ en el caso de las comanditarias por acciones por su condición de capitalistas consignada en el art. 1.1 y 1.4 TRLSC, además de por ser la destinataria de manera específica de numerosas reglas contenidas en la LME –esencialmente los arts. 34 y 42³⁹⁵ LME– que, por su literalidad, son irrefutables. Dicho punto de vista, sin embargo, incurre en el error de incluir bajo una común consideración las normas generales sobre el procedimiento de fusión y el régimen especial de la fusión apalancada, cuyas connotaciones son necesariamente diferentes. A nuestro entender, a la pregunta de si la sociedad comanditaria por acciones debe verse afectada por el aludido sistema particular ha de responderse, pese a todo, en forma positiva y ello por las razones que seguidamente se exponen. No creemos que *de lege ferenda* sea ésta la mejor solución, pero un análisis del Derecho vigente parece aconsejar tal interpretación.

³⁹⁴ Así lo han entendido ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera...”, cit., p. 142; MARTÍ MOYA, V., “El *Merger Leveraged Buy-Out* o fusión apalancada a la luz de la Ley de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles”, *RDM*, núm. 276, 2010, pp. 607-644, en concreto en la p. 634. LÓPEZ MATEO, A., “Asistencia financiera...”, cit., pp. 867-868 indica que, entre las posibles interpretaciones del ámbito de aplicación subjetivo del precepto, en todo caso tendría más sentido considerar que sólo fuese dirigido a sociedades anónimas y comanditarias por acciones antes que a anónimas y limitadas, para lo cual trae a colación argumentos de carácter sistemático. A su entender, sin ser definitivo, por desaconsejarlo la interpretación conjunta con otros preceptos, las previsiones de los arts. 34 y 42 LME respecto del solo requerimiento del informe de expertos independientes, de un lado, y del proyecto y balance de fusión, de otro, podrían llegar a excluir la aplicación del art. 35 LME a las sociedades de responsabilidad limitada. El planteamiento queda finalmente desmentido, pero merece, en cualquier caso, alguna consideración mayor por tratarse, fundamentalmente, de un punto de vista necesariamente parcial, que retomamos críticamente en el siguiente epígrafe, dedicado a las sociedades de responsabilidad limitada.

³⁹⁵ En la redacción anterior a la Ley 1/2012, su primer inciso rezaba del siguiente modo: “*Cuando las sociedades participantes o la sociedad resultante de la fusión no sean anónimas o comanditarias por acciones y el acuerdo de fusión hubiera sido adoptado en junta de socios con la asistencia o representación de todos ellos y por unanimidad, no serán aplicables las normas generales que sobre el proyecto y el balance de fusión se establecen en las Secciones segunda y tercera de este Capítulo*”. Al respecto, véase DÍAZ MORENO, A./ JUSTE MENCÍA, J., “Apuntes de urgencia...”, cit., p. 220.

Hacíamos alusión en un epígrafe anterior a que la integración de las sociedades personalistas en el ámbito de aplicación subjetivo del precepto debía quebrar necesariamente si se tomaba en consideración el contenido normativo desde una perspectiva teleológica, toda vez que los aspectos o riesgos inherentes a las operaciones apalancadas, tanto de índole patrimonial como organizativa, cuya tutela se pretendía mediante el establecimiento de la consabida regla, no se daban en dichos tipos sociales. El caso de las sociedades comanditarias por acciones incorpora, desde luego, ciertas similitudes difícilmente soslayables que, sin embargo, acaban llevando a una opinión en sentido diametralmente opuesto. Si se consideran los aspectos patrimoniales, la primera cuestión surge del régimen de capital social existente en este tipo social, en el que pese a no indicarse explícitamente en la norma que la regula, la remisión parece no dejar espacio para la duda. En tal sentido, el art. 3.2 TRLSC establece la necesaria aplicabilidad de todas las reglas de las sociedades anónimas a las comanditarias por acciones con la única excepción de las especificidades propias de éstas, que se encontrarán oportunamente indicadas en el correspondiente precepto. Así, nada parece obstar a la exigencia de un capital mínimo en los términos indicados en el art. 4.3 del aludido cuerpo legal, como ha sostenido un autorizado sector doctrinal³⁹⁶, que no obstante, ha vertido las oportunas críticas que

³⁹⁶ Véase el acertado comentario, bajo la vigencia del TRLSA y de la exigua regulación de la sociedad comanditaria por acciones contenida en el Código de Comercio, de FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “Art. 151”, en FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *La sociedad comanditaria por acciones*, vol. XIII, Madrid, Civitas, 1991, en URÍA GONZÁLEZ, R./ MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./ OLIVENCIA RUIZ, M. (Dirs.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Madrid, Civitas, 1991, pp. 15-76, en concreto, pp. 24-26, donde además trae a colación la no necesidad de evitar la proliferación de este tipo social, como sí que se pretendía en la reforma del TRLSA en relación con la sociedad anónima, precisamente, como indica en la “Nota preliminar” del indicado volumen, dada la presencia prácticamente inexistente de este tipo social en el Registro Mercantil (p. 9).

compartimos. A la no necesidad de establecimiento de un capital mínimo a ninguna otra sociedad que no fuera anónima por imperativo comunitario y a la falta de específica indicación legal de tal requisito, que sólo viene configurado por la antedicha remisión, puede unirse, en nuestra opinión, el hecho de contar con la responsabilidad ilimitada de uno de los socios³⁹⁷.

En cualquier caso, *de lege lata*, la situación implica necesariamente la extensión de la totalidad de las reglas relativas a la tutela del capital social y, en concreto, a la prohibición de asistencia financiera, a la sociedad comanditaria por acciones. Siendo esto así, dada la interpretación que hemos llevado hasta el momento del régimen del art. 35 LME, parece lógico entender que cuando la sociedad adquirida tenga la indicada condición, se requieran las informaciones adicionales incluidas en el mencionado precepto. A mayor abundamiento, si se considera la cuestión aquí analizada en clave práctica, la deuda a repagar por la *newco*, pensando que ésta sea una sociedad anónima o de responsabilidad limitada, lo que parece probable, será canalizada a través de una responsabilidad limitada, a no ser que el socio colectivo sea el minoritario y el adquirente compre las acciones de los socios comanditarios. En tal caso, la adquisición del control que exige el art. 35 LME sólo se obtendría formalmente en el supuesto de compraventa de más del 50% del capital social de la compañía en el sentido establecido en el art. 42 CCom³⁹⁸.

³⁹⁷ Véase sobre el particular el análisis realizado por VENTURA-TRAVESET HERNÁNDEZ, A., “Sociedad comanditaria por acciones”, *AAMN*, núm. 30, 1991, pp. 93-128, en concreto, pp. 119-20.

³⁹⁸ La idea de control como delimitadora del grupo se analiza, a través de la exigua y al tiempo dispersa legislación en la materia, pormenorizadamente en GIRGADO PERANDONES, P., “El régimen legal de los grupos de sociedades en el ordenamiento jurídico español y sus propuestas de reforma”, en BORGES DOS SANTOS GOMES DE ARAUJO, D. / JORGE WARDE JR., W., *Os grupos de sociedades. Organização e exercício da empresa*, Sao Paulo, Saravia, 2012, pp. 61-82, donde expone las diferencias existentes entre control y dirección unitaria en un análisis comparativo entre el art. 42 CCom y el art. 42 LMV.

Desde un punto de vista material, sin embargo, la administración recaería en el socio colectivo por razón de la norma imperativa contenida en el art. 252.1 TRLSC³⁹⁹. Esta situación, por el contrario, desaparecería con ocasión de la fusión por absorción de la adquirente o por creación de nueva sociedad, siendo esta última anónima o limitada. La adopción del acuerdo de fusión, por lo demás, no revestiría mayor complejidad siempre y cuando la *newco* contase con la mayoría oportuna. En caso de *asset deal*, finalmente, no se produciría la problemática referida, puesto que no se generaría la situación comentada.

Por su parte, desde un punto de vista organizativo, debe entenderse que no hay realmente un conflicto, en principio, que dé lugar al habitual supuesto de abuso de administradores⁴⁰⁰. Es cierto que las maniobras tendentes a

³⁹⁹ En cierto sentido, se produce una situación en la que, como ha expuesto EMBID IRUJO, J. M., *Introducción al derecho de los grupos de sociedades*, Granada, Comares, 2003, pp. 8-9, existe una “potencialidad ínsita” derivada del control y que puede llegar a garantizar la dirección unitaria, lo que, en el supuesto considerado tan sólo podría canalizarse, bien a través de la continua emisión de directrices por parte de la junta general, bien mediante el cambio de condición de la *newco* de socio comanditario a socio colectivo.

⁴⁰⁰ El problema ha sido adecuadamente expuesto por PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./ PERDICES HUETOS, A. B., “Art. 81”, cit., pp. 394-397, así como ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera...”, cit., pp. 126-127 en tanto que constituye una fórmula indirecta de expropiación patrimonial de los socios minoritarios de la sociedad *target*. En relación con los conflictos de intereses, MULLERAT BALMAÑA, R., “Management and Leveraged Buy-Outs (adquisición de sociedades por sus propios directivos) aspectos jurídicos”, *RJC*, vol. 90, núm. 2, 1991, 337-358, concretamente, p. 346. En la doctrina italiana, entre otros, SPOLIDORO, M. S., “Fusioni pericolose (*merger leveraged buy-out*)”, *Riv. Soc.*, vol. 49, núm. 2-3, 2004, pp. 229-276 advierte de que el principal objetivo del art. 2501 bis *Codice Civile* sería la evitación de supuestos de conflictos de intereses que afectaran a los órganos de la sociedad y, esencialmente, supuestos problemáticos entre socios mayoritarios y minoritarios (aspecto considerado en la p. 251 y sobre el que retorna en la p. 256). Desde una perspectiva radicalmente opuesta, pero teniendo en cuenta los aspectos negativos, también de tipo organizativo, MONTALENTI, P., *Il Leveraged*, cit., pp. 7-8. Un estudio conciso sobre algunos problemas apreciados en relación con los posibles conflictos relativos a los socios puede verse en PARDOLESI, R., “*Leveraged Buyout*: una novità a tinte forti (o fosche?)”, *Giur. Comm.*, núm. 1, 1989, pp. 402-419, en concreto, pp. 410-411, así como CHIEFFI, I., “Il *leveraged buyout* nel ordinamento italiano”, *Riv. Dir. Comm.*, núm. 1, 1993, pp. 993-1014, en concreto, pp. 1007-1008. En la bibliografía

perjudicar a los socios minoritarios seguirán existiendo, pero, en cierto modo, la responsabilidad ilimitada del socio colectivo que, al tiempo, ostenta la condición de administrador, supondría un desincentivo para el mismo a realizar operaciones perjudiciales para los comanditarios en el sentido aludido. Con todo, como se ha sostenido, pese a que los conflictos de intereses y el resto de problemas de corte organizativo no se aprecien con la misma nitidez que en las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada, el hecho de la exigencia normativa de un capital mínimo por remisión parece dar lugar a que la sociedad comanditaria por acciones se integre efectivamente en el ámbito de aplicación del art. 35 LME.

2.2. *La sociedad de responsabilidad limitada*

No parece haber dudas de la sujeción de la sociedad de responsabilidad limitada a la disciplina de la fusión apalancada por las razones ya sabidas, sin perjuicio de que las reglas contenidas en la Segunda Directiva no vayan dirigidas a dicho tipo social⁴⁰¹ y de que, sin embargo, resulte más estricto el régimen del art. 143.2 TRLSC que el aplicable a la sociedad anónima habida cuenta de que éste no contiene referencia alguna a la excepción de la adquisición de participaciones por parte de los trabajadores⁴⁰². Ello no

alemana, por muchos, EBKE, W., “*Management Buy-Outs*”, *ZHR*, núm. 155, 1991, pp. 132-162, particularmente, pp. 138-139.

⁴⁰¹ Distinto es el caso de Italia, donde el ámbito de aplicación de la norma que contiene la prohibición de asistencia financiera es tan sólo la SpA, por lo que se generan dificultades interpretativas a la hora de aplicar el precepto relativo a la fusión apalancada en relación con la srl, como advierte CERRATO, S. A., “*Le operazioni...*”, cit., pp. 595-596.

⁴⁰² Una consideración de las posibles razones de dicha exclusión puede verse en PANTALEÓN PRIETO, A. F./ PORTELLANO DÍEZ, P., “Arts. 40-41”, en PANTALEÓN PRIETO, A. F./ PORTELLANO DÍEZ, P./ VÉRGEZ SÁNCHEZ, M., *Régimen de las Participaciones Sociales en la Sociedad de Responsabilidad Limitada*, XIV, Madrid, Civitas, 2003, en URÍA GONZÁLEZ, R./ MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./ OLIVENCIA RUIZ, M.

obstante, cabe hacer alguna consideración derivada de las dudas apuntadas por algún autor⁴⁰³ en torno a la posible no aplicación de la regla en razón de la falta de exigencia, de un lado, del informe de expertos independientes en los casos en que la sociedad resultante no fuera anónima o comanditaria por acciones (art. 34 LME)⁴⁰⁴ y, de otro, los casos especiales en los que, en determinadas circunstancias, si las sociedades participantes o la resultante no fueran anónimas o comanditarias por acciones, no se exigiría ni el proyecto ni el balance de fusión (art. 42 LME).

Al respecto cabe puntualizar, en primer lugar, que la situación legislativa en este punto se ha visto ligeramente modificada con ocasión de la entrada en vigor de la Ley 1/2012. En tal sentido, el art. 34 LME ya no indica que no sea necesario el informe de expertos independientes en casos en los que la resultante o la absorbente no sean anónimas o comanditarias por acciones, como se indicaba con anterioridad, sino que la mera participación en la fusión de uno de los dos tipos sociales indicados dará lugar al surgimiento del deber de presentar dicho documento. Si se piensa en el supuesto de hecho del régimen regulador de la fusión apalancada, cuando la adquirida es una sociedad de responsabilidad limitada, pero alguna otra de las participantes en la fusión posterior tiene alguna de las condiciones antedichas, será preceptivo

(Dir.)., *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Civitas, Madrid, 2003, pp. 478-486, pp. 480-482.

⁴⁰³ LÓPEZ MATEO, A., “Asistencia financiera...”, cit., pp. 867-868.

⁴⁰⁴ En este punto, GRIMA FERRADA, J., “La compraventa apalancada de sociedades antes y después del artículo 35 de la Ley 3/2009, de 3 de abril, de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles”, en CUÑAT EDO, V. et al. (Dir.), *Estudios de derecho mercantil: liber amicorum profesor Dr. Francisco Vicent Chuliá*, Valencia Tirant Lo Blanch, 2013, pp. 341-365, entiende que si no se aplicara a las sociedades de responsabilidad limitada, la norma sería fácil de evitar, puesto que tan sólo requeriría la constitución de la sociedad adquirente como tal y la posterior transformación de la *target* en el tipo indicado, procediendo seguidamente a llevar a cabo la fusión (p. 357).

el indicado informe. Sin entrar a valorar la posible crítica a dicha exigencia⁴⁰⁵, lo que no es objeto de análisis en esta sede, es una realidad que constituye un argumento añadido que fortalece la opinión de la sujeción al régimen.

Cabe incidir, no obstante, en el aspecto de la crítica relativo a los mayores costes que se generan para aquellas fusiones que desde la reforma de la LME sí que deben incluir el documento considerado, particularmente si se piensa que las sociedades de responsabilidad limitada –tan sólo en términos generales– tendrán una cierta correspondencia o incorporarán empresas de menor envergadura que las sociedades anónimas⁴⁰⁶. Da la impresión de que la dicción del art. 34 LME en su versión anterior a 2012 pretendía, precisamente, la simplificación de las exigencias respecto del régimen restrictivo del antiguo art. 94.2 LSRL⁴⁰⁷. Consecuentemente, la posible utilización del art. 34 LME para argumentar la exclusión de la aplicación del régimen al art. 35 LME resulta inapropiada, toda vez que el fundamento de cada uno de los preceptos es distinto por las razones ya sabidas. En este sentido, pudiera entenderse que, si se da un supuesto en el que, siendo todas las sociedades intervinientes de responsabilidad limitada⁴⁰⁸, dado que la

⁴⁰⁵ Véanse las consideraciones vertidas por DÍAZ MORENO, A./ JUSTE MENCÍA, J., “Apuntes de urgencia...”, cit., p. 218 respecto al mayor coste que se genera para muchas fusiones que, bajo el régimen anterior a la modificación de la LME, no se encontrarían sujetas al mencionado deber.

⁴⁰⁶ Considérense las indicaciones sobre las pequeñas y medianas empresas contenidas en EMBID IRUJO, J. M., “Reflexiones sobre el régimen jurídico de las pequeñas y medianas empresas en la reforma del Derecho de sociedades español”, *NotUE*, núm. 43-44, 1988, pp. 11-22.

⁴⁰⁷ En relación con la idea de la “*sencillez*” asociada al régimen de la sociedad de responsabilidad limitada, véase SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Informe de administradores...”, cit., p. 503. Una posición especialmente limitativa en este sentido es la patrocinada por LARGO GIL, R., *La fusión de sociedades mercantiles. Fase preliminar, proyectos de fusión e informes*, Madrid, Civitas, 2000, p. 468, así como, de manera especial, los argumentos traídos a colación en la nota 427.

⁴⁰⁸ El carácter de *lex specialis* de la norma parece determinante para delimitar la obligatoriedad del informe de expertos independientes en la fusión apalancada a MINGOT

lógica de la norma en cada caso difiere, resultara obligatorio el informe de expertos independientes, pero tan sólo en la parte de contenido adicional establecido en el art. 35 LME⁴⁰⁹. Sin perjuicio de que se vuelva sobre la cuestión en sede adecuada en el siguiente capítulo, la literalidad del precepto en este sentido sólo parece exigir lo establecido en el mismo y no el contenido general.

A mayor abundamiento, en el art. 34 LME se habla de la excepción del informe del experto independiente, pero en ningún caso del de los administradores, por lo que no parece que tuviera sentido excluir la sociedad de responsabilidad limitada de la aplicación del régimen de la fusión apalancada siendo tan sólo uno de los informes el que en todo caso sería prescindible. Tras la reforma operada por la Ley 1/2012 se incorpora en el art. 42 LME⁴¹⁰, en supuestos de acuerdo unánime de fusión es posible prescindir, no sólo del proyecto y balance de fusión, sino también del informe de administradores –pero tan sólo en estos supuestos particulares y, en cualquier caso, tras la modificación–, no sólo cuando las sociedades intervinientes no sean anónimas o comanditarias por acciones, sino también cuando se trate de otros tipos sociales sujetos a la legislación de modificaciones estructurales.

En el ordenamiento italiano, la solución parece más evidente, dado que el art. 2505 quáter *Cc* tan sólo excluye para supuestos que no sean sociedades

AZNAR, M., “Contenido y alcance del informe de experto independiente en las fusiones apalancadas del art. 35 LME”, *RdS*, núm. 35, 2010, pp. 211-231, concretamente en la p. 215.

⁴⁰⁹ En todo caso, la referencia del último inciso del art. 35 LME, que reza “[e]n estos supuestos será necesario el informe de expertos”, parece dar a entender que con independencia de que nos encontremos ante una sociedad de responsabilidad limitada, procederá la aplicación del régimen específico contenido en el precepto.

⁴¹⁰ Téngase en cuenta el análisis pormenorizado de los aspectos jurídicos más relevantes de las reglas sobre acuerdos unánimes de fusión realizado por MARTÍ MOYA, V., “Sobre la modificabilidad del proyecto y el acuerdo unánime de fusión en la Ley de Modificaciones Estructurales: el art. 42 LME”, *RdS*, núm. 37, 2011, pp. 87-101 y, en este punto, particularmente la referencia al ámbito subjetivo de aplicación del precepto que comenta (p. 91).

anónimas o comanditarias por acciones algunos de los contenidos del proyecto de fusión (art. 2501 ter), siendo preceptivos, *a contrario*, el resto, entre los que se encuentran las especialidades del art. 2501 bis. Discutible es la inclusión dentro del resto de sociedades a las personalistas, como seguidamente se refleja, pero no parece que haya duda en este punto sobre la sujeción de los casos en que intervengan sociedades de responsabilidad limitada en la modificación estructural en cuestión.

2.3. *La sociedad colectiva y comanditaria simple*

Resta finalmente considerar la problemática ya esbozada sobre las sociedades personalistas, en la que nuestra postura, como ya se adelanta, es contraria a la aplicación del régimen del art. 35 LME. A tal fin, resulta particularmente relevante considerar la norma, como se ha hecho con los tipos sociales analizados con carácter previo, como íntimamente relacionada y, consecuentemente, *lex specialis*, que enerva la prohibición de asistencia financiera. Esta comprensión del precepto –en todo caso controvertida⁴¹¹– nos

⁴¹¹ Resulta de interés el trabajo de GRIMA FERRADA, J., “La compraventa apalancada de sociedades...”, pp. 348-352, quien realiza una exposición pormenorizada de las diferentes posiciones doctrinales sostenidas en torno a la interpretación del art. 35 LME en relación con la validez de las fusiones apalancadas y si constituyen supuestos de violación de la prohibición de asistencia financiera, optando finalmente por abrazar la postura –que no compartimos– según la cual, los casos de fusión apalancada podrían suponer o no asistencia financiera y tan sólo la existencia de una suerte de motivo económico válido o de la capacidad de repago de la deuda contraída darían lugar a su legalidad, requiriéndose, en tales casos, las informaciones añadidas exigidas por el precepto. De la misma opinión es VICENT CHULIÁ, F., “Análisis crítico de la Ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles”, *La Notaría*, núm. 1, 2010, pp. 9-27, concretamente, pp. 21-22. Con una postura más próxima a la sostenida a lo largo del presente trabajo y sin perjuicio de las diferencias existentes entre la última versión del art. 2358 Cc y los arts. 150 y 143.2 TRLSC, véase últimamente PIACENTINI, V., “Il nuovo articolo 2358 C.C.: ulteriore tassello alla difficile disciplina del *Merger Leveraged Buy-Out*”, en VENTORUZZO, M. (Coord.), *Scritti Giuridici per Piergaetano Marchetti: liber discipulorum*, Milano, Egea, 2011, pp. 507-523, particularmente, pp. 522-523.

parece la más apropiada, no sólo por las razones relativas al hecho de que verdaderamente se revela como una trasposición para ciertos supuestos de la Directiva 2006/68/UE, sino también porque dicha exégesis ha sido, en cierto modo, confirmada por la legislación posterior y, en concreto, por el TRLSC⁴¹², que tras refundir las normas legales existentes al tiempo de publicación de la LME, no ha encontrado modificación alguna de la prohibición de asistencia financiera con objeto de su flexibilización en los sucesivos cambios normativos. En el caso italiano, la situación es parcialmente diversa, dado que el art. 2505 quáter establece que no serán necesarios determinados contenidos del proyecto de fusión en aquellos casos en que no se trate de sociedades anónimas o comanditarias por acciones. Cabe preguntarse, consecuentemente, si las sociedades personalistas quedarían excluidas del ámbito subjetivo de aplicación o, por el contrario, siguiendo el tenor literal de la norma, quedarían sujetas a las obligaciones informativas añadidas. De la literalidad del precepto cabe entender lo primero, sin perjuicio de que sean predicables las consideraciones que seguidamente se realizan. Ello no obstante, es de notar que el art. 2501 bis Cc fue incorporado al ordenamiento italiano con anterioridad a la reforma de la Segunda Directiva y que la posición de la doctrina respecto a la problemática general de la licitud de la fusión apalancada contaba con mayores argumentos –sin perjuicio del debate existente– al no contenerse una cláusula general de asistencia financiera en el art. 2358 Cc, de lo que se puede seguir que la relación entre

⁴¹² El TRLSC constituye un Real Decreto Legislativo en el que, sin embargo, el Gobierno probablemente se excedió en el mandato de refundición, particularmente a la hora de unificar algunos aspectos de los regímenes entre la sociedad anónima y de responsabilidad limitada que, con las normas vigentes con anterioridad, eran diferenciados. Sin embargo, entre las modificaciones llevadas a cabo no se incluyó ninguna que supusiera la flexibilización de la prohibición de asistencia financiera.

la interdicción de auxilio financiero y el régimen contenido en el art. 2501 bis no resulta tan nítido.

En segundo lugar, y como se adelantaba al inicio del presente capítulo, los posibles conflictos patrimoniales esbozados por la doctrina⁴¹³ como elementos objeto de tutela a través de la normativa relativa a las fusiones apalancadas no generan un verdadero riesgo, toda vez que⁴¹⁴ la inexistencia de un capital mínimo, así como la responsabilidad ilimitada de los socios colectivos, sean la totalidad en la colectiva, sea el caso tan sólo de algunos en la comanditaria (arts. 127 y 148 CCom), hace que resulte innecesaria una protección instrumentada mediante tal configuración⁴¹⁵. Los acreedores quedan, en tal sentido, suficientemente tutelados, con la excepción de la situación extrema en la que se produjese el concurso de la totalidad de los socios, siendo éstos personas físicas o sociedades de capital.

Un supuesto particular lo constituirían, en todo caso, los constructos societarios mixtos, en los que una sociedad de capital se integra en una sociedad comanditaria simple como socio colectivo, limitando así su responsabilidad a las aportaciones de los comanditarios y al capital del socio colectivo –sea sociedad anónima, de responsabilidad limitada o comanditaria

⁴¹³ Una exposición pormenorizada de los riesgos característicos de las operaciones con asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones propias puede verse en VÁZQUEZ CUETO, J. C., *Régimen jurídico de la autocartera*, Madrid, Marcial Pons, 1995, pp. 481-482.

⁴¹⁴ FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *La atipicidad en Derecho de Sociedades*, Zaragoza, Pórtico, 1977, pp. 171-174 describe las situaciones de sociedades personalistas en las que la condición de administradores la ostentan terceros.

⁴¹⁵ En el Derecho italiano, de hecho, al introducir el art. 2504 bis *Codice Civile*, se introdujo una cláusula en la que se advierte de que, si una sociedad de capital se fusiona con otra personalista, los socios de la segunda que tuviesen responsabilidad ilimitada la mantendrán respecto de las deudas contraídas con anterioridad a la fusión a no ser que los acreedores dieran su consentimiento de contrario. Véase sobre el particular, PERRINO, M., “La riforma della disciplina delle fusioni di società”, *Riv. Soc.*, vol. 48, núm. 2-3, 2003, pp. 507-538, concretamente p. 531.

por acciones–, cuya realidad práctica es minoritaria en España⁴¹⁶, pero que ha resultado ciertamente habitual en otros ordenamientos como el alemán, donde la utilización de la conocida forma GmbH & co. KG ha sido ciertamente profusa⁴¹⁷. La solución para tales casos pasaría, a nuestro entender, por su subsunción en el supuesto normativo del art. 35 LME en tanto que una parte de dicho constructo tiene la condición de sociedad de capital⁴¹⁸.

En lo referente al elemento organizativo, el riesgo de que se produzcan maniobras tendentes a la distorsión de la capacidad de decisión en la sociedad queda limitado por la concurrencia, salvo pacto estatutario en contrario, de la condición de administrador en la de socio colectivo, de tal manera que no se

⁴¹⁶ Cabe aludir, en tal sentido, al trabajo de ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., “S. A., S. en C.”, *RDM*, núm. 156, 1980, pp. 245-254, donde se describe con cierta atención dicha realidad.

⁴¹⁷ Véase, dentro de la prolija bibliografía germana que ha tratado la materia, recientemente, SCHMIDT, K., “Die GmbH & co. KG als Lehrmeisterin des Personengesellschaftsrechts”, *JZ*, núm. 9, 2008, pp. 425-436. Un supuesto de limitación de responsabilidad extrema, dada la inexigencia del capital mínimo de la GmbH (25.000 €) en la *Unternehmensgesellschaft*, introducida por la reforma de MoMiG, si este tipo social social fuese el socio colectivo de la sociedad comanditaria en cuestión; véase al respecto, RÖMERMANN, V./PASSARGE, M., “Die GmbH & co. KG ist tot – es lebe die UG & co. KG”, *ZIP*, núm. 32, 2009, pp. 1497-1503. Palpables serían los riesgos para los socios comanditarios (GEISSLER, M., “Haftung und Haftungsrisiken des Kommanditisten in der GmbH & co. KG”, *GmbHHR*, núm. 9, 2014, pp. 458-465).

⁴¹⁸ En caso contrario podríamos encontrarnos, quizá, en un supuesto de fraude de ley que afectara a la seguridad del tráfico, establecido como límite a la autonomía de la voluntad relativa a los contratos de sociedad personalista. Entre los autores alemanes, últimamente, ARMBRÜSTER, Ch., “Grenzen der Gestaltungsfreiheit im Personengesellschaftsrecht”, *ZGR*, vol. 43, núm. 2-3, 2014, pp. 333-363 indica que la regulación de la limitación de la responsabilidad en los términos establecidos para las sociedades profesionales de conformidad con el apartado cuarto del § 8 PartGG no debe entenderse como elemento permisivo que pueda generalizarse a cualquier supuesto de sociedad personalista, permitiendo así las cláusulas de limitación de la responsabilidad a determinadas cuantías o aspectos como vía indirecta de eliminar la responsabilidad ilimitada de los socios (pp. 353-354). Antes bien, el § 126 HGB en sede de sociedades colectivas (OHG), en tanto norma imperativa, parece eliminar cualquier asomo de duda.

produce una disociación entre la propiedad y el control característica de las sociedades de capital⁴¹⁹.

Consecuentemente, una aplicación del precepto a las sociedades personalistas basado en la mera consideración del tenor literal del art. 2 LME resulta, hasta cierto punto, falto de justificación y genera un coste añadido al proceso de modificación estructural que puede llegar a constituir un desincentivo al proceso de reorganización societaria que impediría o limitaría las posibilidades de crecimiento empresarial garantizadas por la fusión en cuestión. Esta última consideración no ha pasado inadvertida para la doctrina⁴²⁰, que ha subrayado la situación, planteándolo, sin embargo, como mero *desiderátum*⁴²¹ que no se correspondería con la situación existente *de lege lata*. A nuestro parecer, una interpretación restrictiva del ámbito subjetivo del precepto sí que parece, además de deseable, admisible en la legislación vigente.

3. La adquirida como sociedad matriz de un grupo

Se puede plantear la situación de que la sociedad adquirida sea la matriz de un grupo, en cuyo caso la prohibición de asistencia financiera no sólo afectaría a las fusiones llevadas a cabo con ésta, sino también a las realizadas

⁴¹⁹ Sobre las implicaciones de dicha disociación puede verse *in extenso* el clásico trabajo de JENSEN, M. C./ FAMA, E. F., “Separation of Ownership and Control”, *J. L. & Econ.*, núm. 26, 1983, pp. 301-325.

⁴²⁰ Se refiere LÓPEZ MATEO, A., “Asistencia financiera...”, cit., p. 870 a un nuevo gravamen. Dicho nuevo gravamen respondería, según entiende SPOLIDORO, M. S., “Fusioni pericolose...”, cit., p. 257 a una forma de tutela de los intereses de determinados agentes económicos relacionados con las sociedades intervinientes y, particularmente, con la sociedad adquirida, a los que, a través de la transparencia, les sería garantizada una protección de sus intereses, pero no un elemento que venga a legitimar lo que con anterioridad era contrario a Derecho.

⁴²¹ YUSTE DE AYALA, G., “El impacto de la Ley 3/2009...”, cit., p. 40.

con la filial, puesto que, indirectamente, se produciría el consabido efecto de garantía de la financiación contraída para la adquisición de las acciones o las participaciones sociales. Tanto el art. 150, como el art. 143.2 TRLSC indican que el supuesto de hecho del precepto se produce cuando se transfiere la titularidad de una parte del capital de la dominante de la sociedad en cuestión. Consecuentemente, el art. 35 LME encontraría espacio de aplicación –entendemos– en aquellos casos en los que una compañía adquiriese cualquier sociedad de capital que, a su vez, fuese dominante de una segunda con la cual se fusionase con posterioridad. En tal caso se cumpliría de forma literal el art. 35 LME no tanto por su directa correlación con los preceptos relativos a la prohibición de asistencia financiera, sino porque al ostentar el control de la *target* se tendría, también, el control sobre la filial⁴²², con la cual se fusionaría finalmente la *newco*⁴²³.

⁴²² Nos encontraríamos ante una suerte de “*dependencia escalonada o indirecta*”, como ha definido EMBID IRUJO, J. M., *Grupos de sociedades*, cit., p. 77.

⁴²³ El planteamiento parece encontrarse en cierta concordancia con el derecho proyectado, toda vez que en el apartado segundo del art. 291-14 del Anteproyecto de Ley del Código Mercantil, en sede de Derecho de grupos, establece una interdicción de cualquier garantía que la filial preste a la matriz o *upstream security* en la terminología anglosajona. El apartado tercero excepciona, sin embargo, dos supuestos, a saber, cuando dichas garantías se presten, bien de manera solidaria por todas las sociedades integradas en el grupo, bien por entidades de crédito siempre que se realicen en condiciones de mercado (*arm's length*). Véase sobre el particular, EMBID IRUJO, J. M., “Los grupos de sociedades en la Propuesta de Código Mercantil”, *RDM*, núm. 290, 2013, pp. 53-68, pp. 61 y ss. Quizá resultara más comprensible o, al menos, más en concordancia con la reforma de la Segunda Directiva una ampliación del ámbito de la legitimidad de las garantías prestadas en condiciones de mercado, ya que ése es, en realidad, uno de los criterios establecidos en la misma para la limitación del ámbito de la prohibición de asistencia financiera, claro que ello debería tener como consecuencia aparejada la modificación del régimen nacional de esta última, que, atendiendo a los arts. 232-24 apartado 2 y 233-31 del Anteproyecto de Ley del Código Mercantil, que contienen un tenor muy similar a la norma vigente, no parece ser el caso. Una revisión de dicha configuración normativa, con la posibilidad de postergar la tutela crediticia a posibles situaciones concursales, como es el caso en algunos ordenamientos europeos, (paradigmáticamente, el alemán) pudiera ser una opción *de lege ferenda*. Sobre la cuestión puede verse el antiguo trabajo de SCHÖN, W., “Kreditbesicherung durch abhängige Kapitalgesellschaften”, *ZHR*, núm. 159, 1995, pp. 351-374. Más recientemente, téngase en cuenta el trabajo de HENZE, H., “Konzernfinanzierung und Besicherung – Das Upstream-

En términos generales, las situaciones de grupo descritas no plantean dudas sobre la necesidad de aplicar el régimen particular de la fusión apalancada, siempre y cuando tanto la *target* como su filial sean sociedades de capital en razón del tenor literal de los preceptos que contienen la interdicción de auxilio financiero. En el caso de la sociedad responsabilidad limitada, sin embargo, encontramos alguna particularidad relevante, como es la diferencia en la referencia contenida en el art. 143.2 TRLSC, según la cual no sólo la compra de acciones o participaciones de la matriz del grupo daría lugar a la vulneración del precepto, sino la que tuviera objeto títulos de sociedades de capital integradas en el grupo, lo cual tiene implicaciones relevantes. No existe, como ocurre en el supuesto del art. 150 TRLSC, el requisito de que nos encontremos ante un grupo por subordinación, ya que no se hace referencia a una dominación por parte de una sociedad respecto de otra, por lo que el grupo, en principio, también lo podrá ser por coordinación⁴²⁴. Sin prejuzgar la razón de ser de esta diferenciación entre el supuesto de la sociedad anónima y el de la de responsabilidad limitada, considerada por algún autor como irrelevante -lo que llevaría a una

Risiko aus Gesellschafter- und Banksicht”, *WM*, núm. 11, 2005, pp. 717-727. Entre los autores italianos, en relación con la prohibición de asistencia financiera, véase a efectos ejemplificativos, VICARI, A., “La nuova disciplina dell’assistenza finanziaria”, en SACCHI, R. (Coord.), *Studi in ricordi di Pier Giusto Jaeger*, Milano, Giuffrè, 2011, pp. 645-678, concretamente el apartado octavo, titulado “*Il nuovo paradigma della disciplina dell’assistenza finanziaria: upstream financing, vantaggi compensativi, rischio di liquidità e di solvibilità*” (pp. 673-675), donde se indica que, en realidad, no se trata de una aplicación estricta de la prohibición de asistencia financiera en este tipo de aspectos.

⁴²⁴ Véanse ampliamente las consideraciones sobre las diferencias entre los grupos por subordinación y por coordinación contenidos en EMBID IRUJO, J. M., *Introducción al derecho de los grupos*, *cit.*, pp. 59-60, donde se advierte del elemento relativamente que constituye el contrato de grupo en aquéllos que lo sean por subordinación, donde la mera realidad económica de control presume hasta cierto punto la dirección unitaria, frente a la esencialidad del mismo en los grupos por coordinación, donde la situación fáctica previa no contendría relevancia jurídica.

interpretación de ambos preceptos en el mismo sentido (curiosamente desde la perspectiva más extensa, la de la LSRL)⁴²⁵ - parece complicado plantearse una situación verdaderamente vulneradora de la prohibición de asistencia financiera en el sentido aludido en un grupo por coordinación, para lo que, en todo caso, debería existir una suerte de contrato de *cash pooling*⁴²⁶ entre las sociedades que formaran el grupo⁴²⁷. No parece que, desde la perspectiva del art. 35 LME, que exige un control o una adquisición de los activos cuantitativamente más relevantes o necesarios para la continuación de la empresa societaria, tenga verdaderamente sentido hacer referencia a la necesidad de que el régimen especial sea aplicado cuando el coste del repago

⁴²⁵ Véase la posición, a nuestro juicio excesiva, de FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, M. C., *La asistencia financiera*, cit., pp. 249-251. Desde una perspectiva opuesta, unificando el sistema desde la óptica del antiguo art. 81 TRLSA y, consiguientemente, del actual art. 150 TRLS, limitando, por tanto, el ámbito de aplicación, se manifiesta SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., “De los negocios sobre las propias participaciones sociales”, en GARRIDO DE PALMA, V. (Dir.), *La sociedad de responsabilidad limitada*, Madrid, Trivium, 1996, pp. 889-964, en particular, p. 944,

⁴²⁶ Sobre el concepto de *cash pooling*, contrato de financiación celebrado entre las diferentes sociedades de un grupo para garantizarse liquidez en diferentes momentos de la vida societaria en los que excedentes financieros se pudieran destinar al resto de las sociedades, véase, dentro de la prolija doctrina alemana sobre la materia las referencias contenidas a la prohibición jurisprudencial derivada, esencialmente, del llamado *Novemberurteil* (BGH, Urt. v. 24.11.2003 – II ZR 171/01, BGHZ 157, 72-79) y las posibles consecuencias de una relativización tras la modificación legislativa introducida por MoMiG con el objetivo de legalizar la práctica financiera en el grupo fáctico –por subordinación-, HOMMELHOFF, P., “Förder- und Schutzrecht für den faktischen GmbH-Konzern”, *ZGR*, vol. 41, núm. 4, 2012, pp. 535-565, en concreto, p. 542, así como, constante el mero proyecto de ley, PRIESTER, H.-J., “Kapitalaufbringung beim Cash Pool – Kurswechsel durch das MoMiG?”, *ZIP*, núm. 34, 2006, pp. 1557-1560. Entre nosotros, resulta de interés especial el reciente trabajo de FUENTES NAHARRO, M. “El contrato de cash pooling”, *RDM*, núm. 291, 2014, pp. 233-266, que estudia primero la naturaleza jurídico-contractual de la figura para luego analizar los aspectos más relevantes vinculados al mismo tanto en el campo societario y concursal.

⁴²⁷ Puede verse las consideraciones de Zahrte, K., *Finanzierung durch Cash Pooling im internationalen mehrstufigen Konzern nach dem MoMiG*, Berlin, Duncker & Humblot, 2010, pp. 232-233, para quien no existirían posibles responsabilidades derivadas de este tipo de financiación en supuestos de grupos por coordinación y, en general, entre sociedades hermanas, a no ser que existiese una común sociedad dominante y bajo determinadas circunstancias. Téngase en cuenta también Spindler, G., “Konzernfinanzierung”, *ZHR*, núm. 171, 2007, pp. 245-281.

de la deuda no recae en la propia sociedad ni en ninguna con la que ésta tenga vinculación patrimonial, sino que es meramente contractual como consecuencia del contrato de grupo por coordinación. La relación entre el art. 35 LME y el art. 143.2 TRLSC debe entenderse en el sentido de que el primero encontrará su ámbito de aplicación –aparte los supuestos de dependencia– en aquellos casos en los que la sociedad con la que se fusione la *newco*, siendo hermana de la *target*, tenga una matriz común⁴²⁸ y exista un contrato de *cash pooling* entre las tres. El grupo por coordinación no constituye, consecuentemente, objeto de aplicación de la regla en ningún caso.

IV. LA ADQUISICIÓN

Delimitado el ámbito subjetivo de la norma que regula los supuestos de fusión apalancada en el ordenamiento español, procede a continuación determinar la concreta hermenéutica de los elementos objetivos contenidos en el precepto. A tal efecto, el presente y los siguientes epígrafes deslindan los diversos aspectos de la situación característica, que son la adquisición, el endeudamiento, el plazo y, finalmente, la fusión. Sólo el cumplimiento de los cuatro elementos da lugar a la generación del supuesto fáctico que a su vez, lleva aparejadas las obligaciones informativas añadidas ya conocidas, teniendo la falta de alguno de ellos consecuencias diversas que se irán progresivamente analizando a lo largo de las páginas que siguen.

⁴²⁸ Véase en este sentido la postura de MEJÍAS GÓMEZ, J., “El régimen de participaciones propias. La modificación de la disciplina sobre acciones propias”, en PRÍES Y PICARDO et al. (Coords.), *La sociedad de responsabilidad limitada*, Madrid, Dykinson, 1998, pp. 373-431, concretamente, las consideraciones vertidas en la p. 405.

Por lo que se refiere a la adquisición, la norma española ha optado por ampliar el supuesto de hecho en comparación con la del ordenamiento italiano⁴²⁹, incluyendo en ella no sólo el caso de la compraventa de acciones (*share deal*), sino también el de la compraventa realizada a través de activos (*asset deal*). Surge así, en primer lugar, el interrogante de la razón de dicha diferenciación entre preceptos hasta cierto punto similares, que, no obstante, difieren en un punto esencial. A la luz de la opción del legislador español, cabría replantearse la relación existente entre este precepto y los que contienen la prohibición de asistencia financiera, puesto que en el primero serían exigidas mayores obligaciones informativas también en los casos de compraventa de activos –que no son objeto de interdicción–; ello podría dar lugar a una argumentación que desconsiderara la vinculación sostenida hasta el momento. A nuestro entender, sin embargo, dicho planteamiento no puede ser sostenido, habida cuenta de que nos hallamos en este punto ante la delimitación de un supuesto de hecho sobre la base de un negocio jurídico que da lugar a la activación de las reglas contenidas en el precepto y que, en particular, es una compraventa de empresa. Si el efecto económico-patrimonial de la adquisición con endeudamiento, sin perjuicio de la opinión sostenida por algún autor, que más adelante se toma en consideración, es en esencia el mismo, no parece que ello invalide lo hasta ahora expuesto.

El problema, sin embargo, se plantea en relación con la concreta delimitación de esta equivalencia funcional entre el *share deal* y el *asset deal* en las compraventas de empresa y, en particular, de su concordancia con el tenor del art. 35 LME. El problema, considerado generalmente en sentido inverso a efectos contractuales, esto es, de la asimilación de la compraventa

⁴²⁹ Véase sobre la cuestión, entre otros, SALAFIA, V., “Il “leveraged buy out” nella riforma societaria”, *Le Società*, núm. 8, 2004, pp. 935-937, particularmente, p. 936, así como, ampliamente, PICONE, L. G., “Il leveraged buy out...”, cit., pp. 1415-1418.

indirecta (de acciones) de empresa a la de activos en punto a la posibilidad de aplicación de los remedios legales existentes frente al surgimiento de posibles contingencias o vicios⁴³⁰, ha sido aceptado bajo determinadas condiciones tanto en los ordenamientos de nuestro entorno, como en el patrio⁴³¹, existiendo, no obstante, cierta diferencia en el porcentaje del capital social a adquirir para la efectividad de dicha equivalencia.

En las páginas que siguen se realiza un análisis de la concreta significación que tiene la adquisición del control en los casos de compraventa de acciones, siendo necesario a tal efecto la consideración del art. 42 CCom, referente en materia contable que sirve de elemento exegético para los fines perseguidos, así como, particularmente, la dilucidación de si todos los supuestos normativos contenidos en el precepto constituyen, verdaderamente, casos de fusión apalancada. Por otra parte, se analizan los aspectos relevantes de la configuración normativa en torno al caso de la compraventa de activos,

⁴³⁰ Adviértase del cambio de paradigma contenido en el Anteproyecto de Ley del Código Mercantil, en cuyo art. 132-10 introduce el concepto de falta de conformidad. Véase sobre el particular, mal que referido a la compraventa de mercaderías –en la que también se introduce la nueva institución- GALLEGO SÁNCHEZ, E., “La compraventa mercantil”, *RDM*, núm. 287, 2013, pp. 9-28, en particular, pp. 18-20.

⁴³¹ Así, SCHMIDT, K., *Handelsrecht*, Köln, Carl Heymanns, 1999, pp. 150-151 expone la tendencia jurisprudencial y doctrinal a establecer ciertos porcentajes mínimos para su aceptación, que se encontrarían entre el 75% y el 80%. Mayor debe ser el porcentaje según EIDENMÜLLER, H., “Rechtskauf und Unternehmenskauf”, *ZGS*, núm. 8, 2002, pp. 290-296, quien entiende que se debe exigir la adquisición de prácticamente el 100% del capital social. Véase en términos generales también el trabajo de HOMMELHOFF, P., *Die Sachmängelhaftung beim Unternehmenskauf*, Köln, Carl Heymann, 1975. En nuestro trabajo, GIMENO RIBES, M., *La protección del comprador en la adquisición de empresa. Estudio comparado de los ordenamientos español y alemán*, Granada, Comares, 2013, pp. 17-18 entendíamos que se podía hablar de compraventa de empresa realizada a través de la adquisición de acciones o participaciones siempre y cuando se superara el 50% del capital social, puesto que concordaba con la noción contable de control contenida en el art. 42 CCom, porque se podrían tomar la mayoría de los acuerdos sociales, a excepción de los de modificación estructural en las sociedades de responsabilidad limitada y, en el supuesto de quórum de asistencia muy altos, también en las sociedades anónimas y comanditarias por acciones (arts. 199 y 201 TRLSL respectivamente).

estudiando a tal efecto la mención contenida en el precepto alusiva a la interpretación cuantitativa y cualitativa de los mismos.

1. Como *share deal*

A efectos expositivos, se divide el presente epígrafe en dos apartados, donde se analizan separadamente las posibilidades interpretativas de la idea de compraventa de acciones contenida en el art. 35 LME. En tal sentido, cabe realizar, en primer lugar, una interpretación literal, posición sostenida por la doctrina prácticamente unánime y que da lugar a la consideración del art. 42 CCom como elemento que integra el propio contenido normativo del régimen de la fusión apalancada. Sin solución de continuidad cabe plantearse, en tal caso, si la totalidad de los supuestos enumerados en el apartado primero de la norma contable debe ser tenida en cuenta al fin aquí atinente. En segundo lugar, cabe considerar una interpretación que suponga exceder el concreto ámbito del art. 42 CCom con el objetivo de establecer una cierta asimilación entre el supuesto de compraventa de acciones y el de activos.

1.1. *El control*

La primera posibilidad pasa por entender que cuando el art. 35 LME hace referencia al “*control*”, éste ha de ser entendido en el sentido indicado por la regla de consolidación contable, el art. 42 CCom, cuyas implicaciones, en principio, tienen un limitado alcance y, como se ha advertido en la doctrina, su ámbito de aplicación no es coincidente con el de grupo⁴³², lo que requiere

⁴³² Véase, también en clave de Derecho comparado, EMBID IRUJO, J. M., *Grupos de sociedades*, cit., pp. 241-243, donde advierte, por un lado, de supuestos de grupo material que no entrarían dentro del llamado “*perímetro de consolidación*” y, por otro, de supuestos que requieren de dichas reglas especiales de contabilidad, pero que, sin embargo, no son en realidad un supuesto de grupo, ya que no se aprecia el elemento de la dirección unitaria.

cierta cautela en el análisis. Así, en primer lugar, debe atenderse al supuesto más elemental, consistente en la adquisición de la totalidad de las acciones o participaciones de la sociedad *target*⁴³³, negocio jurídico que en todo caso daría lugar a la aplicación del art. 35 LME.

Atendiendo a la interpretación literal también nos encontraríamos en el ámbito del precepto en caso de que la *newco* comprase el 50% del capital social de la sociedad objetivo, pero en ningún caso si el porcentaje fuese inferior a esa cifra, a salvo los supuestos contenidos en el art. 42.1 CCom que, no obstante, requieren el correspondiente análisis. Es relevante traer a colación en este punto la consideración, realizada en páginas previas, sobre la ubicación sistemática de la fusión apalancada en la reforma de la Segunda Directiva. En efecto, como es sabido, la disciplina de la asistencia financiera se flexibiliza a través de esta institución, pero lo hace por medio de la regulación de las modificaciones estructurales y no en sede general de sociedades de capital. Advertíamos que se trataba de una opción del legislador por dotar de licitud tan sólo a aquellas adquisiciones, en este caso, de grandes paquetes accionariales, que resulten económicamente viables y, consiguientemente, aumenten la eficiencia a través de las sinergias generadas con ocasión de la reestructuración empresarial⁴³⁴. La compra de paquetes

⁴³³ Considera HUBER, U., “Die Praxis des Unternehmenskauf im System des Kaufrechts”, *AcP*, núm. 2002, pp. 179-242, quien en las pp. 211 y 229 expone asimilación de *asset deal* y *share deal* salvo a los efectos del saneamiento por vicios ocultos, puesto que no existe una correlación exacta con la cosa cuando la adquisición de las acciones o participaciones es tan sólo de una parte ínfima de la totalidad de la empresa adquirida.

⁴³⁴ LÓPEZ MATEO, A., “Asistencia financiera...”, cit., p. 854 entiende, por su parte, que la razón subyacente no va más allá del hecho que el legislador copió directamente el precepto italiano sin mayores consideraciones. Sin embargo, no nos parece que tal planteamiento responda del todo a la realidad, si se piensa en que, precisamente a la hora de definir la adquisición, sí que se plantearon diferencias con el precepto italiano, derivadas, como se ha indicado, de la regulación de la compraventa de activos como posibilidad del supuesto de hecho normativo.

minoritarios no puede tener estos efectos, por lo que, a juicio del legislador, no parecía procedente una flexibilización para todos los supuestos prohibidos.

Independientemente del nivel de corrección de la anterior valoración, lo cierto es que, tomando el planteamiento como adecuado, resulta necesario tener en cuenta algunos casos particulares. De entrada, es una realidad que el control puede adquirirlo un socio que sea a su vez una sociedad que ya ostente un porcentaje del capital social y obtenga el control como consecuencia de una ulterior compraventa de un paquete minoritario de acciones que adquiera mediante apalancamiento. Varios son los argumentos que pueden traerse a colación en favor o en contra de la subsunción de tal hecho en el supuesto normativo del art. 35 LME. Por un lado, como ha sostenido algún autor transalpino⁴³⁵, se entiende que, independientemente de que el adquirente ostentase con anterioridad una parte del capital social, que incluso le garantizase el control de hecho de la sociedad *target*, el objeto de la norma es el hecho de la adquisición del control en sí mismo, siempre que sea consecuencia de un endeudamiento por parte del adquirente y de que, tras aquélla, se produzca la fusión.

En el mismo sentido, puede tomarse como elemento de comparación el régimen de las OPAs, en el cual, el hecho de superar el umbral establecido en la correspondiente legislación nacional –art. 60 LMV, así como arts., 3 y 4 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores– da lugar a la obligación de formular la oferta incluso cuando el “*control*” al que se refieren los preceptos

⁴³⁵ Tal es la opinión de PICONE, L. G., “*Il leveraged buy out...*”, cit., p. 1416, quien parte de una interpretación literal del precepto, por cuanto lo que se pretende es que en el momento de la fusión se tenga el control de la sociedad y, para ello, previamente se haya producido una compraventa apalancada de parte de las acciones o participaciones en que estuviera dividido el capital de la sociedad *target*.

citados se produjese como consecuencia de sucesivas adquisiciones o incluso a través de participaciones indirectas derivadas de situaciones de grupo⁴³⁶.

En contra puede argüirse que, dado que la adquirente ya era socio, en realidad nos encontramos ante un supuesto de asistencia financiera a socios o administradores, lo que no está prohibido por la legislación societaria (art. 162 TRLSC) y, consecuentemente, no requeriría de las exigencias del art. 35 LME. Tal planteamiento debe rechazarse por diversas razones. En primer lugar, el precepto relativo a este tipo de asistencia financiera permitida tiene como ámbito de aplicación subjetivo únicamente a las sociedades de responsabilidad limitada, lo que expresamente advierte la norma difícilmente la hace extrapolable al resto de sociedades consideradas, ya que los tipos de estructura de capital prototípicamente característicos de cada una de ellas lo desaconsejan, además de que los rasgos tipológicos –esencialmente la flexibilidad propia de las normas reguladoras de las sociedades de responsabilidad limitada– parecen impedirlo. En segundo lugar, una consideración como la expuesta podría ser entendida como constitutiva de

⁴³⁶ En la doctrina se ha considerado esta problemática ampliamente. Puede verse el clásico trabajo de ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J., *La oferta pública de adquisición (O.P.A.)*, Madrid, Bolsa de Madrid, 1980, pp. 124 y ss., así como, del mismo, en relación con la regulación contenida en el Real Decreto 1848/1980, de 5 de septiembre, por el que se establece el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios, “Consideraciones para el estudio del régimen español de la oferta pública de adquisición de valores mobiliarios”, *RDBB*, núm. 4, 1981, pp. 751-772, concretamente, en la p. 755; y en relación con el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre Régimen de Ofertas Públicas de Adquisición de Valores, “El régimen español de la OPA (Análisis del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio)”, en POLO DÍEZ, A. et al. (Coords.), *Estudios de Derecho bancario y bursátil: homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, Madrid, La Ley, 1994, pp. 2895-2929, en concreto, p. 2920. En relación con la regulación actual, de manera especial, FARRANDO MIGUEL, I., “Los indicadores de la adquisición del control y el deber de formular una OPA obligatoria”, en JUSTE MENCÍA, J./ RECALDE CASTELLS, A. (Coords.), *Derecho de OPAs. Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, Valencia, Tirant Lo Blanch, 2010, pp. 59-84, particularmente, pp. 63-64 y 68-69.

fraude de ley, puesto que se evitaría la aplicación de las normas específicas relativas a la fusión apalancada al entender que, por encontrarnos ante un supuesto del art. 162 TRLSC, se exceptuaría la prohibición del art. 143.2 del mismo cuerpo legal. La doctrina⁴³⁷ ha advertido adecuadamente de la falta de lógica normativa de tal planteamiento, que supondría, de un lado, eliminar el carácter imperativo de la norma, desconocer su literalidad e ignorar, a mayor abundamiento, el hecho de que el art. 143.2 TRLSC ni siquiera contiene las excepciones con que su homónimo, el art. 150 TRLSC, sí que cuenta.

En cualquier caso, el argumento definitivo probablemente lo constituya el hecho de que, incluso si suponemos que el porcentaje del capital social que previamente ostente la sociedad adquirente es tal que tan sólo con la adquisición de un montante ínfimo de acciones y participaciones sociales se obtendría el control, el problema seguiría siendo de tipo organizativo. En este sentido, el riesgo patrimonial sería nimio, habida cuenta de que el apalancamiento sólo serviría a la adquisición de tal y, sin embargo, seguiríamos apreciando el aludido riesgo. Y es que, en todo caso, el intérprete podría exceptuar la aplicación de la regla del art. 35 LME en caso de que fuese objetivamente desproporcionada en relación con los riesgos existentes a través de la demostración de la inexistencia del nexo “*para*”, indicando que el endeudamiento en realidad no estaría destinado a la adquisición del control, sino que éste había sido obtenido gracias al previo atesoramiento de un número muy relevante de las acciones o participaciones de la sociedad.

Una interpretación en sentido contrario, esto es, que considerara que al tratarse de adquisiciones de paquetes de acciones o participaciones de escasa

⁴³⁷ En tal sentido, MARIMÓN DURÁ, R., *La Asistencia Financiera de una Sociedad Limitada a sus Socios, Administradores y otras Sociedades de su Grupo (Del Art. 10 LSRL al Art. 162 TRLSC)*, 2ª Ed., Cizur Menor, Aranzadi, 2010, p. 183.

cuantía, pese a dar lugar a la consecución del control, quedarían fuera de la regulación aplicable en el art. 35 LME, supondría que tal actuación quedaría prohibida, puesto que sería subsumible en el supuesto de hecho de la norma represora de la asistencia financiera y, sin embargo, no quedaría amparada por la excepción de la fusión apalancada⁴³⁸.

Supuesto distinto es el del art. 42.1 letras b) y d), que suponen la adquisición del control en los términos contables, precepto al que, por lo demás, se remite el art. 18 TRLSC, que no implica necesariamente la adquisición de más del 50% del capital social de la compañía *target*, sino tan sólo la efectiva mayoría de los miembros de su órgano de administración. Particular interés puede revestir esta situación cuando se trate de un *Management Buy-Out* de una sociedad en la que haya un administrador único. Pudiera argumentarse que, al no haber un apalancamiento excesivo por no ser el objeto de la compraventa la empresa como tal, no nos encontraríamos propiamente ante el supuesto de hecho de la norma⁴³⁹. Sin embargo, la mayoría doctrinal⁴⁴⁰, con la que coincidimos, entiende, desde la literalidad del precepto, que la totalidad del art. 42.1 CCom debe integrar el contenido

⁴³⁸ Véase en sentido contrario la opinión de LÓPEZ MATEO, A., “Asistencia financiera...”, cit., pp. 855-856, para quien, pese a no cumplirse el supuesto de hecho del art. 35 LME, se estaría bajo su aplicación, no exigiéndose los deberes derivados del mismo y, sin embargo, quedando liberado de la interdicción de auxilio financiero.

⁴³⁹ Tal es la postura de LÓPEZ MATEO, A., “Asistencia financiera...”, cit., p. 855.

⁴⁴⁰ Así, ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera”, p. 139; MARTÍ MOYA, V., “El *Merger Leveraged Buy-Out* o fusión apalancada...”, cit., p. 638; RONCERO SÁNCHEZ, A., “Fusión posterior a adquisición...”, cit., p. 751; EMBID IRUJO, J. M., “En torno al art. 35 de la ley de modificaciones estructurales...”, cit., p. 89; YUSTE DE AYALA, G., “El impacto de la ley 3/2009...”, cit., p. 41. Este último, no obstante, se maravilla del tenor literal de la norma, puesto que considera que los riesgos patrimoniales no se dan con nitidez y, en ocasiones, la sociedad sale fortalecida de la operación (p. 42). Entre los autores italianos, de manera paradigmática, PICONE, L. G., “Il *leveraged buy out*...”, cit., pp. 1416-1417, así como CERRATO, S. A., “Le operazioni...”, cit., p. 573, en palabra del autor, por “*ontologica incompatibilità*”.

jurídico del art. 35 LME. En nuestra opinión, el fundamento descansa en el hecho de que, sin perjuicio de que el riesgo patrimonial, en determinados casos, no sea de tal envergadura como en las adquisiciones de empresa propiamente dichas, los posibles abusos de administradores surgen de manera palmaria. De hecho, si no se considerara subsumible el supuesto, ocurriría lo mismo que en el anterior, esto es, que quedaría prohibido por las reglas contenidas en los arts. 150 y 143.2 TRLSC.

La última cuestión a considerar tiene que ver con la interpretación de la referencia al control en relación con la noción de grupo y, más concretamente, si además de los supuestos de subordinación hasta ahora descritos, cabe tener en cuenta la situación de grupo por coordinación⁴⁴¹. A nuestro entender, no cabe subsumir en el art. 35 LME un supuesto de estas características, dado que, como se ha sostenido en el apartado relativo a los elementos subjetivos, no supone una vulneración de la prohibición de asistencia financiera, ni siquiera en los casos en los que la asistente sea una sociedad de responsabilidad limitada por las razones ya aludidas. Además, no se puede hablar en este punto de control derivado de la adquisición, sino, en todo caso, como consecuencia del contrato⁴⁴² de grupo⁴⁴³.

⁴⁴¹ Sobre el concepto de los grupos por coordinación, cabe hacer referencia al trabajo de SACRISTÁN REPRESA, M., “El grupo de estructura paritaria: caracterización y problemas”, *RDM*, núm. 165-166, 1982, pp. 375-442, quien en las pp. 375-381 incide en la falta de subordinación y la existencia de una unidad de dirección como características esenciales de la institución. Véase también MASSAGUER FUENTES, J., “La estructura interna de los grupos de sociedades (Aspectos jurídico-societarios)”, *RDM*, núm. 192, 1989, pp. 281-326.

⁴⁴² Bien parece entenderse así también si se recurre al Derecho comparado, toda vez que el legislador alemán ha permitido operaciones de este tipo que tuvieran lugar en el seno de un grupo contractual en la medida en que a través de MoMiG se modificó el apartado tercero del § 291 AktG. Véase sobre la cuestión SÖHNER, M., “Leveraged-Buy-Outs und Kapitalschutz”, *ZIP*, núm. 44, 2011, pp. 2085-2091, concretamente, en las pp. 2089-2090.

⁴⁴³ Es de la misma opinión PICONE, L. G., “Il leveraged buy out...”, cit., p. 1417 al comentar el supuesto del art. 2359.1 n° 3 *Codice Civile*; así como, en cierto sentido, ARDIZZONE, L., “Articolo 2501 bis. Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento”, en BIANCHI, L.

1.2. Interpretación según las mayorías societarias cualificadas

La segunda posibilidad de entender el control al que se refiere el precepto objeto de estudio pasa por tomar en consideración las posibilidades decisionales de quien tiene la mayoría del capital social. A tales efectos, compete partir de las diferentes mayorías exigidas en el Derecho de Sociedades de capital para adoptar los diferentes acuerdos, así como para limitar posibles actuaciones de los socios minoritarios. La idea de control podría ser interpretada, en tal sentido, como la posibilidad que asiste a los socios mayoritarios de llevar a cabo cualquier tipo de acción en la compañía sin necesidad de buscar la anuencia de otros socios y sin que éstos, en su caso, limiten dichas posibilidades⁴⁴⁴. A tal efecto, sin embargo, resulta cuanto menos cuestionable, al menos, el segundo de los aspectos, toda vez que los derechos de los socios minoritarios suelen requerir un porcentaje mínimo para ser ejercitados (arts. 69, 74, 168 (492), 172 (494), 238, 239, 251, 265, 272, TRLSC, así como 203 TRLSC para la sociedad de responsabilidad limitada y 491 TRLSC para la sociedad anónima europea), el cual, en alguna ocasión debe constituir tan sólo el 1% (art. 203 TRLSC para las sociedades anónimas).

A. (Coord.), *Transformazione – Fusione – Scissione. Artt. 2498-2506 quater c.c.*, en MARCHETTI, P. et al. (Dirs.), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, Giuffrè, 2006, pp. 463-530, concretamente, p. 478-479.

⁴⁴⁴ Éste es el planteamiento de GALLETTI, D., “*Leveraged buy out ed interessi tutelati...*”, cit., p. 442, quien entiende que la expresión “*controllo*” no debe interpretarse sin más como una remisión al art. 2359 *Cc*, sino que las decisiones relativas, por ejemplo, a modificaciones estructurales, pueden ser consideradas en este punto, para lo cual es necesario ostentar porcentajes mayores de los indicados en el precepto citado. Por su parte, entendía FLEISCHER, H., “*Finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs und Leveraged Buyout*”, AG, núm. 11, 1996, pp. 494-507 que eran los votos de quien recién ostentaba la mayoría del capital social los que garantizaban –en la realidad práctica– que el acuerdo relativo a la modificación estructural fuese adoptado (p. 498).

Siendo esto así, parece que desde esta perspectiva, el control tan sólo se alcanzaría con la adquisición de porcentajes del capital social superiores al 99%. Esta concepción parece distar bastante del espíritu de la norma, especialmente si se piensa que, pese a que los socios minoritarios puedan ejercer determinados derechos, que redundarán en costes para la sociedad – en los que de otra manera no se habría incurrido–, no se impide al adquirente tomar la totalidad de las decisiones relativas al rumbo empresarial de la sociedad.

En cuanto a las mayorías cualificadas, tan sólo tienen relevancia las necesarias para la adopción de acuerdos de modificaciones estructurales y otros aspectos, para los que son necesarios porcentajes del 66,67% (arts. 199 y 201 TRLSC), presumiendo, claro está, la presencia de la totalidad del capital social, siendo el porcentaje menor en otro caso. Pudiera reputarse éste un planteamiento adecuado, en la medida en que sólo gracias a la tenencia del advertido porcentaje de las acciones o participaciones se tendría la certeza de que, en todo caso, tendría lugar la fusión⁴⁴⁵ que constituiría la referida “*garantía genérica*”. Lo cierto es, sin embargo, que difícilmente responde la idea de “*control*” a este planteamiento, tanto si se realiza la correspondiente interpretación literal, como si se lleva a cabo una de corte sistemática, habida cuenta de que, si bien el concepto de grupo difiere según la rama del ordenamiento considerada, el control debe ser entendido unívocamente desde la perspectiva dispensada por la norma contable que representa el art. 42

⁴⁴⁵ Planteamiento de características similares es el patrocinado por algún autor alemán, quien, pese a referirse a la práctica y no a un precepto similar a nuestro art. 35 LME, inexistente por otro lado en dicho ordenamiento, entiende que en fusiones apalancadas que se originen con una toma de control realizada a través de una oferta pública de adquisición, sería necesario ostentar tres cuartas partes del capital social. Véase en tal sentido RIEGGER, B., “Kapitalgesellschaftsrechtliche Grenzen der Finanzierung von Unternehmensübernahmen durch Finanzinvestoren”, *ZGR*, vol. 37, núm. 2-3, 2008, pp. 233-249, concretamente en la p. 235.

CCom. A mayor abundamiento, no parece que la norma esté pensada para tutelar supuestos de existencia de socios muy minoritarios, como pueda ser el caso en la regulación de los *squeeze out* (art. 60 quáter LMV)⁴⁴⁶, sino que más bien refuerza, a través del informe de expertos independientes, la posible posición de minorías que, en su caso, puedan impedir la fusión mediante su voto y, así, consigan evitar los posibles efectos perniciosos de un endeudamiento excesivo.

Consecuentemente, cabe reafirmarse en la comprensión de la idea de control expuesta en el epígrafe precedente, debiendo interpretarse en el sentido allí expuesto.

2. Como *asset deal*

La segunda de las posibilidades enunciadas en el precepto objeto de análisis es la adquisición de activos o, como el precepto indica, “*adquirir activos de la misma esenciales para su normal explotación o que sean de importancia por su valor patrimonial*”, incluyéndose en tal expresión dos elementos diferenciados, que se corresponden, respectivamente, con las perspectivas cuantitativa y cualitativa de lo que puede constituir la adquisición de empresa. Su consecución tendrá lugar, bien a través de la compraventa de un porcentaje elevado de los bienes que se integran en el balance de la sociedad, bien como consecuencia de la tenencia de los activos

⁴⁴⁶ En términos generales, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., “Aproximación al estudio de los squeeze-outs en el Derecho español”, *RDBB*, núm. 91, 2003, pp. 7-38. Sobre su introducción y regulación en España puede verse RONCERO SÁNCHEZ, A., “La compra y venta forzosa de acciones (sell out y squeeze out)”, *RdS*, núm. 33, 2009, pp. 45-72. Sobre su consideración en LBOs, telegráficamente, RIEGGER, B., “Kapitalgesellschaftsrechtliche Grenzen...”, cit., p. 235.

más relevantes para que la actividad económica de la sociedad adquirida pueda ser continuada de manera efectiva.

Así pues, compete aquí analizar de manera separada ambas situaciones, atendiendo de manera especial a las particularidades que cada una de dichas modalidades de *asset deal* implica, intentando identificar, en la medida de lo posible, la solución hermenéutica adecuada frente al laconismo legal. Por lo demás, la referencia a la adquisición de activos tan sólo figura en el precepto español, no siendo así en el del ordenamiento transalpino, donde el ámbito de aplicación objetivo del precepto lo constituye el endeudamiento para “*acquisire il controllo*”. A la pregunta de si en este último cabría entender también subsumida la compraventa de activos, pudiera argumentarse que el efecto logrado a través de la adquisición es el mismo que en el supuesto de tenencia de una parte importante del capital social⁴⁴⁷. Sin embargo, el legislador no ha realizado ninguna indicación en tal sentido, debiendo ser interpretado el precepto, de este modo, en concordancia con el art. 2359 Cc, que define el concepto de control, desde luego, con las excepciones previamente subrayadas. En tal sentido, el problema no ha sido objeto de análisis entre los autores italianos que han estudiado la norma. El legislador español debió considerar, seis años después de la publicación del precepto homónimo italiano, que dicha referencia no era suficiente y que, en su caso, podría haber propiciado la elusión de las obligaciones informativas correspondientes, simplemente, configurando las compraventas de empresa a través de *asset deal*.

⁴⁴⁷ PARDOLESI, R., “*Leveraged Buyout: una novità...*”, cit., p. 404, no obstante, describía más de una década antes de la aprobación de la norma relativa a las fusiones apalancadas en el ordenamiento italiano que este tipo de operaciones aparecía en la práctica también como *assets acquisition*, precisamente para equiparar la transacción a la compraventa de acciones, indicando que, en tal caso, no parecía existir sombra de duda sobre su licitud.

2.1. *La perspectiva cuantitativa*

Empezando por la compraventa de aquellos activos que tengan importancia por su valor patrimonial, cabe realizar una primera valoración crítica sobre el contenido del precepto⁴⁴⁸, por cuanto la expresión, a imagen y semejanza de algunos preceptos contenidos en el Código Civil⁴⁴⁹, hace alusión a una idea cuantitativa y hasta cierto punto estática del objeto enajenado. La transmisión de empresa constituye el traspaso de un ente en movimiento, por lo que quizá hubiese bastado una referencia normativa a la transmisión de los activos esenciales, independientemente de que éstos sean los que constituyan la mayor parte de la masa patrimonial del activo del balance. El dinamismo característico de la empresa⁴⁵⁰, que, además de otras consideraciones, se puede observar en los métodos de valoración de la misma⁴⁵¹ –que debe tener en cuenta los flujos financieros futuros actualizados

⁴⁴⁸ Valoración compartida, en cuanto a su elemento crítico, con LÓPEZ MATEO, A., “Asistencia financiera...”, cit., p. 856 y 858.

⁴⁴⁹ Véase, paradigmáticamente, la referencia contenida en el art. 1532 CC a “*la mayor parte*” en la venta en globo de “*derechos, rentas o productos*”. Dicha mayor parte, en caso de objetos dinámicos, como la sociedad con empresa, debe ser entendida, a nuestro entender, tanto desde una perspectiva cuantitativa, como cualitativa, como sostuvimos en nuestro trabajo, GIMENO RIBES, M., *La protección del comprador*, cit., pp. 72-73. Particularmente tiene sentido cuando el objeto enajenado está destinado a un uso en el sentido del art. 1484 CC y, de manera especial, si ese “*uso*” va a generar un lucro derivado de su dimensión esencialmente dinámica (pp. 92-93).

⁴⁵⁰ Es particularmente gráfica la expresión de BROSETA PONT, M., “La transmisión de empresa: compraventa y arrendamiento”, *RDM*, núm. 107, 1968, pp. 59-106, quien alude a la idea de empresa en sentido ecléctico (pp. 67-69).

⁴⁵¹ Entre los autores españoles, cabe hacer alusión al trabajo de ALFARO ÁGUILA-REAL, J./ CAMPINS VARGAS, A., “La liquidación del socio que causa baja como consecuencia de su separación o exclusión”, *RDM*, núm. 240, 2001, pp. 441-494, como manifestación de la utilización de criterios dinámicos de valoración, en el caso considerado, para determinar la cuota a entregar a un determinado socio (pp. 458-460), pero que resulta de aplicación para la totalidad de la sociedad.

al momento presente—, no parece muy compatible con una perspectiva que tome los elementos patrimoniales de manera puramente cuantitativa sin tener en cuenta lo que éstos pueden generar. El estatismo característico de los objetos en los que piensa el Código Civil responde a una visión en la que no existe una creación de valor, de lo que no se deriva riesgo específico alguno para terceros acreedores en caso de endeudamiento garantizado por hipoteca o prenda, especialmente teniendo en cuenta que el centro de imputación del coste de la deuda va a ser una persona jurídica con recursos patrimoniales limitados. No tratándose de la misma situación, sorprende que el legislador haya optado por tal configuración normativa.

Por otro lado, no deja de extrañar que se tome como supuesto de hecho una fusión posterior a una adquisición de activos, ya que no parece del todo probable que una modificación estructural como la aludida vaya a tener lugar en este escenario. Si una sociedad adquiere unos determinados activos, éstos ya se integran en ella y no es necesaria fusión posterior alguna, ya que no parece posible que se produzca una fusión entre un ente con personalidad jurídica (sociedad) y una masa patrimonial⁴⁵². El único supuesto que parece plausible tendría lugar en caso de que la sociedad adquirente fundara una sociedad⁴⁵³ y fuera ésta la que adquiriera los consabidos activos, fusionándose con posterioridad ambas compañías, lo que a todas luces resulta mucho más

⁴⁵² Véase la adecuada exposición de GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L., “Oferta pública de adquisición y procesos de fusión de sociedades en la jurisprudencia del Tribunal Supremo”, *RDBB*, núm. 41, 1991, pp. 147-195, concretamente en las pp. 184-185, donde abunda en la cuestión de que en la fusión de sociedades, lo que tiene lugar es la desaparición de todas las personas jurídicas intervinientes salvo una, para lo que es necesario que previamente existan al menos dos entes diferentes con personalidad jurídica.

⁴⁵³ Hay que tener en cuenta, no obstante, que la propia sociedad adquirente será una sociedad de nueva creación (*newco*) fundada por un *Private Equity Fund*, por lo que tendría que producirse la creación de dos sociedades.

costoso⁴⁵⁴. Sólo cabe entender la inclusión de una referencia en tal sentido en el precepto como cláusula de cierre⁴⁵⁵, esto es, para evitar que, a través de la compraventa de activos, se burlara el régimen aplicable a la fusión apalancada⁴⁵⁶. O bien, entender que la sociedad adquirente realiza una compraventa para que los activos de la sociedad *target* pasen a integrar el patrimonio de la primera y luego se fusionan ambas compañías, presumiendo que la liquidez obtenida del pago del precio sale de la sociedad a través de dividendos o forma similar –como ocurre cuando se les paga el precio de las acciones– con carácter previo a la fusión⁴⁵⁷, teniendo en cuenta siempre que, en este caso, la *newco* no tendrá condición de socio mayoritario, ni siquiera de socio en general⁴⁵⁸. En todo caso, ambas situaciones podrían fácilmente ser evitadas mediante la aplicación de la figura del fraude de ley, contenida en el art. 6.4 CC.

⁴⁵⁴ Una utilización de los activos adquiridos como garantía específica del crédito contraído sería, en principio, perfectamente lícito en caso de que no hubiese posterior fusión. Véanse en cierto sentido las consideraciones de MEYER, D., *Die Besicherung der Akquisitionsfinanzierung beim Leveraged Buy-Out einer GmbH. Haftungsrisiken und Gestaltungsmöglichkeiten nach MoMiG und Trihotel*, Baden-Baden, Nomos, 2010, pp. 88-89.

⁴⁵⁵ De igual opinión es YUSTE DE AYALA, G., “El impacto de la Ley 3/2009...”, cit., p. 42.

⁴⁵⁶ No deja de ser curioso, en todo caso, que uno de los pocos precedentes jurisprudenciales en la materia, el referido AAP Madrid, de 9 de enero de 2007 (AC\2007\1160), versase sobre un compromiso de transmisión de activos para el repago de la deuda, sin perjuicio de que poco tenga que ver con el supuesto de hecho descrito en el art. 35 LME. En opinión de ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera...”, cit., p. 140 dicho supuesto también se entendería incluido.

⁴⁵⁷ Este supuesto es considerado por ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera...”, cit., p. 139, así como MARTÍ MOYA, V., “El *Merger Leveraged Buy-Out* o fusión apalancada...”, cit., pp. 639-640. LÓPEZ MATEO, A., “Asistencia financiera...”, cit., p. 860 ilustra la situación a través de una comparación entre los balances resultantes tanto en el supuesto de compraventa de acciones, como en el de activos.

⁴⁵⁸ LÓPEZ MATEO, A., “Asistencia financiera...”, cit., pp. 858-859.

Pese a todo, lo cierto es que *de lege lata* éste parece ser el criterio, de lo que se deriva una ulterior cuestión, y es que hasta el momento se ha sostenido la íntima relación existente entre las normas reguladoras de la prohibición de asistencia financiera y el régimen especial de la fusión apalancada⁴⁵⁹. El hecho de que el art. 35 LME no sólo se aplique a compraventas de acciones o participaciones, sino también a las que tengan activos como objeto constituye un aspecto que no puede ser desdeñado, puesto que nada prohíbe la compraventa de activos con endeudamiento⁴⁶⁰. Sin embargo, como se ha referido, la compraventa de activos considerada en el precepto que venimos analizando, en cuanto tal, no debe ser entendida de manera atomizada, sino como conjunto de objetos dedicados a un fin común consistente en la generación de un lucro manifestado a través de los beneficios a obtener. Así, mediante la compraventa de activos se produce el mismo efecto patrimonial y económico que en la compraventa de acciones. En tal sentido, la doctrina italiana ha planteado la posibilidad de extensión analógica de la norma del art. 2501 bis *Cc* a supuestos de escisión de la *target* en los que como consecuencia de la misma, los activos de la misma fueran finalmente a la *newco*, habiéndose pronunciado generalmente en sentido afirmativo⁴⁶¹. Es una realidad, no obstante, que si este planteamiento resulta lógico cuando nos encontramos ante una compraventa de los activos más relevantes, puesto que ellos son los que generan el valor para la empresa transmitida, ello no resulta tan claro cuando se toma en consideración la perspectiva cuantitativa. Con todo, la equiparación realizada por el legislador de ambas configuraciones de

⁴⁵⁹ Tal es el parecer de ID, “Asistencia financiera...”, cit., p. 857.

⁴⁶⁰ Así, RONCERO SÁNCHEZ, A., “Fusión posterior a adquisición...”, cit., p. 751.

⁴⁶¹ Véase sobre la cuestión, precisamente para evitar la desprotección por la imposibilidad de limitar la operación por vía de la prohibición de asistencia financiera del art. 2358 *Cc*, SPOLIDORO, M. S., “Fusioni pericolose”, pp. 275-276, así como GALLETI, D., “*Leveraged buy out* ed interessi tutelati...”, cit., pp. 443-444.

la compraventa de activos parece indicar que en todo caso se está pensando en una compraventa de empresa y no de meros objetos, de lo que se infiere que a todos los efectos, los dos tipos de adquisición –de activos y de acciones o participaciones– se encuentran equiparados, manteniéndose, en tal sentido, el planteamiento originariamente sostenido.

De hecho, en términos organizativos, algún autor⁴⁶² ha advertido que, dado que las competencias para las compraventas de activos no se encuentran claramente delimitadas, al no haber referencia estricta ni en el art. 160 TRLSC ni en el art. 209 del mismo cuerpo legal⁴⁶³ y, a falta de indicación estatutaria explícita, pudiera considerarse competente el órgano de administración, resultando sencillo que tal situación diese lugar al consabido abuso. Ello es así, especialmente si nos encontramos ante cláusulas de limitación de la transmisibilidad de los títulos en que esté integrado el capital social⁴⁶⁴.

La adquisición de activos plantea también la cuestión relativa a la asunción de las deudas de las que sea obligada la sociedad *target*. El art. 35 LME no hace referencia alguna a la misma, puesto que tan sólo alude de manera genérica a la compraventa. En nuestra opinión, si entendemos que la adquisición de activos hace alusión a una verdadera compraventa de empresa,

⁴⁶² Así, MARTÍ MOYA, V., “El *Merger Leveraged Buy-Out* o fusión apalancada...”, cit., p. 640.

⁴⁶³ A tal efecto, la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo ha incorporado previsiones que tienen por objeto la especificación de las competencias en materia de venta de activos. Así, los artículos 160, apartado f) y 511 bis 2 TRLSC –este segundo, de nueva creación– confieren la competencia de la venta de activos de la sociedad a la Junta General, sin perjuicio de que el segundo de ellos incorpora más competencias. Véase sobre el particular lo expuesto por EMBID IRUJO, J. M., “Las competencias de la Junta General de la sociedad cotizada”, en *El Rincón de Commenda*, 2014 http://commenda.es/actualidad_interior/221/las-competencias-de-la-junta-general-de-la-sociedad-cotizada.

⁴⁶⁴ Planteamiento patrocinado por EMBID IRUJO, J. M., “En torno al art. 35 de la ley de modificaciones estructurales...”, cit., p. 99 con cita del art. 108 TRLSC, así como MARTÍ MOYA, V., “El *Merger Leveraged Buy-Out* o fusión apalancada...”, cit., p. 639.

ésta debería dar lugar a la asunción de las deudas que tuviera la compañía adquirida⁴⁶⁵. No obstante, en todo caso acabarán éstas en el balance de la sociedad resultante como consecuencia de la fusión en el caso de que no hubiesen sido asumidas con anterioridad. Si, sin embargo, la liquidez obtenida por la venta de los activos fuese utilizada parcialmente para repagar la deuda que la sociedad adquirida tuviese con carácter previo y no hubiese una salida de líquido vía dividendos hacia los socios de la *target* como consecuencia de la venta de los activos, difícilmente se puede apreciar algún riesgo para los acreedores generado por la operación. En cualquier caso, no deja de llamar la atención que el precepto español, al contrario que el italiano, hace referencia, a la hora de determinar el contenido añadido del proyecto de fusión, a las deudas en las que se hubiese incurrido para la adquisición del control o de los activos y no de la totalidad de los obrantes en el balance de la sociedad resultante, como es el caso de la referencia del precepto del ordenamiento transalpino. Es tan sólo en la descripción del informe de administradores donde se alude a un plan económico y financiero, donde, a nuestro entender, como tendrá oportunidad de exponerse en el siguiente capítulo, sí que procedería la consideración de la totalidad de las deudas, tanto las derivadas de la adquisición, como las que con anterioridad obligaran a ambas compañías.

Resta finalmente determinar la cuantía de los activos necesarios para conformar la referencia del importante valor patrimonial⁴⁶⁶ contenida en el

⁴⁶⁵ A tal efecto, el tedioso sistema utilizado en estos casos mediante la novación del art. 1205 CC ha sido abandonado por el Anteproyecto de Ley del Código Mercantil, en cuyo art. 132-6 se establece una responsabilidad solidaria del transmitente de carácter trienal por las deudas contraídas con anterioridad al momento de la transmisión de empresa.

⁴⁶⁶ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J./ FERNÁNDEZ TORRES, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (oportunidad y acierto del art. 35 LME)”, *RDCP*, núm. 14, 2011, pp. 109-133 entienden que la idea de “*importante valor patrimonial*” resulta cuanto menos confusa.

art. 35 LME. A tal efecto, parece lógico entender que si con ocasión de la compraventa de acciones, se ha hecho referencia a la adquisición de un porcentaje superior a la mitad del capital social, aquí ocurra lo propio con los activos⁴⁶⁷. A tal efecto, procede que la valoración de los mismos sea realizada según lo indicado en el balance⁴⁶⁸, no siendo, en principio, necesaria una valoración *ad hoc*, para lo que ya se dispondría de las correspondientes provisiones contables contenidas en los asientos del libro diario y que, a su vez, se encontrarían reflejadas en el antedicho documento. Parece lógico entender que el balance que a tal efecto se tenga en cuenta sea el propio de la fusión según las reglas establecidas en el art. 36 LME, no sólo por razones sistemáticas, sino porque no parece lógico exigir una labor añadida a los administradores, que redundará en un coste para la sociedad, cuando el procedimiento general de fusión no lo exige y nada dice el art. 35 LME sobre el indicado documento contable. Hasta cierto punto, la utilización del mismo balance para determinar si es aplicable el art. 35 LME y para la realización de la propia fusión puede servir de elemento para limitar posibles valoraciones interesadas por parte del órgano de administración⁴⁶⁹.

2.2. *El punto de vista cualitativo*

Por lo que se refiere a la primera de las expresiones del precepto en relación con la compraventa de activos, a saber, los que sean “*esenciales para su normal explotación*”, las críticas generales realizadas en el epígrafe

⁴⁶⁷ En contra, ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera...”, cit., p. 140, en cuya opinión deben ser la totalidad del patrimonio de la sociedad *target* o la mayor parte de la sociedad resultante de la fusión.

⁴⁶⁸ Así, LÓPEZ MATEO, A., “Asistencia financiera...”, cit., p. 865.

⁴⁶⁹ Se evitaría así, en la medida de lo posible, el arbitrio al que hace alusión YUSTE DE AYALA, G., “El impacto de la Ley 3/2009...”, cit., p. 43.

precedente pueden darse por reproducidas, puesto que las inconsistencias expuestas del precepto son apreciables aquí también. Cabe determinar, tan sólo, cuáles han de ser los reseñados activos. Por lo general, los autores han considerado que se ha de realizar una valoración esencialmente casuística de la situación⁴⁷⁰, comprensión con la que coincidimos plenamente. La cuestión, sin embargo, es cómo llevar a cabo tal labor.

Poco se puede inferir del precepto más allá de la directa conexión de los activos considerados con la actividad empresarial habitual de la sociedad⁴⁷¹. De alguna manera, el examen debe ser de la referencia estatutaria de la sociedad *target* al objeto social de la misma en relación con los activos reseñados en el balance –especialmente los del inmovilizado, dada su estrecha vinculación con actividad productiva–. La compraventa de dichos bienes por parte de la *newco* dará lugar a la aplicación del art. 35 LME si se dan en el supuesto de hecho el resto de elementos indicados en la descripción normativa.

V. EL ENDEUDAMIENTO

El siguiente elemento que la norma integra es el relativo al hecho de haber “*contraído deudas*” con el objetivo de (“*para*”) adquirir las acciones o los activos considerados con anterioridad. El endeudamiento es el elemento intrínseco o más característico de la operación apalancada, al tiempo que constituye su conexión más elemental con la norma represiva de la asistencia

⁴⁷⁰ Singularmente, MARTÍ MOYA, V., “El *Merger Leveraged Buy-Out* o fusión apalancada...”, cit., p. 639; LÓPEZ MATEO, A., “Asistencia financiera...”, cit., p. 865. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J./ FERNÁNDEZ TORRES, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso...”, cit., p. 116 advierten de las dificultades de concreción del concepto de “*activos esenciales*”.

⁴⁷¹ Véase LÓPEZ MATEO, A., “Asistencia financiera...”, cit., p. 864.

financiera, puesto que el efecto de garantía de la fusión⁴⁷² lo es respecto de la deuda contraída con terceros. En tal contexto, parece lógico entender la referencia a la ampliación de la estructura financiera por la vía de recursos ajenos desde una multiplicidad de realidades, esto es, configurar el concepto de “*deudas*” en sentido amplio⁴⁷³. La interpretación más adecuada del término parece entender como tal cualquier contrato –o contratos⁴⁷⁴– celebrado por la sociedad adquirente con un tercero mediante el cual la compañía obtenga liquidez en forma de recursos ajenos, debiendo ser devuelta la cuantía

⁴⁷² La inexistencia de una referencia explícita a la condición de la fusión de “*garantía genérica*”, al contrario que en el art. 2501 bis Cc no parece ser óbice para una interpretación en tal sentido, habida cuenta de que, como bien indica RONCERO SÁNCHEZ, A., “Fusión posterior a adquisición...”, cit., pp. 751-752, por efecto de esta modificación estructural, se produce una sucesión universal, de manera que, bien la sociedad absorbente, bien la nueva sociedad resultante de la fusión, incorporan todos los elementos integrados en el balance de la sociedad, de manera que integran la deuda, que queda garantizada por sus activos según la regla de responsabilidad civil universal de la persona (art. 1911 CC).

⁴⁷³ Tal ha sido la postura generalizada en la doctrina, como puede verse en MARTÍ MOYA, V., “El *Merger Leveraged Buy-Out* o fusión apalancada...”, cit., pp. 636-637, quien considera que dicha multiplicidad de posibilidades no se encuentra limitada ni por relaciones contractuales ni por elemento subjetivo alguno. En los mismos términos se expresa EMBID IRUJO, J. M., “En torno al art. 35 de la ley de modificaciones estructurales...”, cit., p. 100. También ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera...”, cit., p. 141 y, en cierto sentido, YUSTE DE AYALA, G., “El impacto de la Ley 3/2009...”, cit., p. 41. En la doctrina italiana, implícitamente, MORANO, A., “Il *merger leveraged buy-out* alla luce del nuovo art. 2501 bis”, *Le Società*, núm. 7, 2003, pp. 952-959, en concreto, p. 955, así como MONTALENTI, P., “Il *leveraged buyout* nel nuovo diritto...”, cit., p. 813; explícitamente, PICONE, L. G., “Il *leveraged buy out*...”, cit., pp. 1408-1409, así como CERRATO, S. A., “Le operazioni...”, cit., p. 572.

⁴⁷⁴ Téngase en cuenta la habitual multiplicidad de fuentes de financiación utilizadas en la configuración de la estructura financiera de la sociedad. Una sucinta exposición puede verse en AURIOLES MARTÍN, A., “Los *leveraged buy-outs* y su integración...”, cit., pp. 642-643, así como en CANDELARIO MACÍAS, I./ FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, C., “El LBO como medio de salvación de la empresa”, *CDC*, núm. 23, 1991, pp. 307-348, particularmente en las pp. 319-322, donde se distingue fundamentalmente entre deuda *senior* o garantizada y deuda *junior* o mezanina. Sobre este tipo de financiación puede consultarse, *in extenso*, GÓMEZ-JORDANA, I., “Financiaciones subordinadas en Derecho español”, *RDBB*, núm. 42, 1991, pp. 385-419, particularmente a partir de la p. 395 en relación con las emisiones de deuda subordinada en el mercado nacional y a partir de la p. 406 en lo atinente a las emisiones que tengan lugar en mercados internacionales de renta fija.

pecuniaria necesariamente después de que tenga lugar la fusión⁴⁷⁵. En otro caso, bien parece que no tendrá lugar la aplicación del precepto, puesto que la fusión no tendrá el efecto de garantizar indirectamente la deuda contraída.

Siendo necesario el carácter “*vivo*”⁴⁷⁶ de la deuda contraída⁴⁷⁷, se plantea en primer lugar la duda respecto a su cuantía. Ante el silencio del legislador en la materia, no cabe sino considerar la cuestión en relación con la referencia finalista (“*para*”) del precepto, logrando así una adecuada hermenéutica de la cuestión. El aspecto será considerado en el siguiente apartado, destinado a tal fin. Más allá de esta cuestión, compete considerar si el concepto genérico de deuda debe integrar únicamente aquellas obligaciones de dar de carácter pecuniario⁴⁷⁸ o también otras de diversa índole. En primer término cabe considerar la posible ampliación a cualquier otro tipo de obligación de dar, incluso si ésta es *in natura*. A nuestro entender, esta posibilidad se encuentra dentro del ámbito de aplicación, puesto que, en último término, se trata de una forma de deuda en tanto que obligación de entrega de una cosa. Resulta, no obstante, difícil de aventurar en qué supuesto se producirá una fusión apalancada en la que la deuda consista en una obligación de dar de carácter

⁴⁷⁵ El vencimiento, consecuentemente, deberá ser posterior, como parece lógico si se pretende ver la relación existente entre la financiación y la garantía que supone la fusión. En tal sentido, ÁLVAREZ-ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera...”, cit., pp. 140-141; LÓPEZ MATEO, A., “Asistencia financiera...”, cit., pp. 851-852; CERRATO, S. A., “Le operazioni...”, cit., p. 573.

⁴⁷⁶ Véase MALGUZZI, A., “La disciplina del *leveraged buy-out* dopo la riforma del diritto societario”, *Riv. Dott. Comm.*, núm. 6, 2005, pp. 1035-1056, en concreto, p. 1040.

⁴⁷⁷ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J./ FERNÁNDEZ TORRES, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso ...”, cit. plantean la duda de lo que pudiera ocurrir cuando la deuda ya se hubiese repagado íntegramente con anterioridad a la fusión (pp. 113-115).

⁴⁷⁸ Téngase en cuenta la caracterización de dicha categoría en PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., “Sistema de deudas de dinero (Notas para una revisión de la doctrina española)”, en POLO DÍEZ, A. et al. (Coords.), *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil: homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, Madrid, La Ley, 1994, pp. 2071-2103, quien añade a su carácter obligacional y monetario el hecho de constituir poder patrimonial abstracto o incorporal para el acreedor (pp. 2072-2073).

no pecuniario. Cabe pensar fundamentalmente en un supuesto de arrendamiento financiero, en el que la sociedad de *leasing*⁴⁷⁹ adquiera los activos de la sociedad *target* y, seguidamente, se los arriende a la adquirente, con la particularidad de que, si finalmente éste no ejercita la opción de compra –frustrando, en cierta medida, la finalidad de la fusión apalancada y dando lugar, en cierto modo, a un supuesto fraudulento de la operación–, deberá entregar los activos a la sociedad de *leasing*. Quizá resulte más evidente –y sin entrar en la discusión de la legitimidad de la operación⁴⁸⁰– la situación en un supuesto de *lease back*⁴⁸¹, donde el arrendatario previamente adquiriría los activos de la *target* –quizá con pago aplazado– y, posteriormente, enajenaría los activos a la sociedad de *leasing* para obtener liquidez y así pagar a la *target* el precio de los mismos y, sólo con el *cash flow* generado, abonar las sucesivas cuotas a la sociedad de *leasing*. Se observa que dichos abonos *in natura* resultan, en todo caso, una parte, junto a otros pagos pecuniarios a realizar, es decir, que en la práctica generalmente no se apreciará dicha situación en sentido estricto.

⁴⁷⁹ Véase, en términos generales, sobre la operación de *leasing*, GONZÁLEZ CASTILLA, F., *Leasing financiero mobiliario: contenido del contrato y atribución del riesgo en la práctica contractual y la jurisprudencia*, Madrid, Civitas, 2002, quien se refiere a la cuestión de la opción de compra en las pp. 134 y ss.

⁴⁸⁰ Sobre la posible contravención de este tipo de técnica de financiación de la prohibición de pacto comisorio, con una visión excesivamente restrictiva, FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, C., “El leasing frente al pacto comisorio: su vulneración por la modificación que la Ley 1/2000 ha introducido en la Ley de venta de bienes muebles a plazos”, *RDM*, núm. 239, 2001, pp. 201-230.

⁴⁸¹ Posibilidad planteada por CANDELARIO MACÍAS, I./ FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, C., “El LBO como medio...”, cit., p. 321; también FLORES DOÑA, M. S., *Adquisición de acciones*, cit., p. 117; y, con una configuración parcialmente distinta, PARDOLESI, R., “*Leveraged Buyout: una novità...*”, cit., p. 404. Ampliamente considera la cuestión TAMBURINI, M., “Art. 2501 bis (Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento)”, en MAFFEI ALBERTI, A. (Coord.), *Il nuovo Diritto delle società. Commento sistematico al D. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 aggiornato al D. lgs. 28 dicembre 2004, n. 310*, vol. IV, Padova, CEDAM, 2005, pp. 2519-2534, concretamente, pp. 2526-2528.

La cuestión de las obligaciones de hacer, por el contrario, debe recibir un tratamiento diferente. En tal sentido, a nuestro entender, habida cuenta de que éstas no tienen un efecto patrimonial evidente⁴⁸², no parece que deban integrarse en el ámbito de aplicación de la norma⁴⁸³, y ello sin perjuicio de que, como consecuencia de determinados contratos de financiación, existirán obligaciones de hacer puramente accesorias. La existencia de estas últimas no debe implicar la no sumisión de la operación a las reglas específicas del precepto.

Seguidamente se expone, en primer lugar, la relación o conexión entre la deuda contraída y la adquisición de acciones, participaciones o activos, manifestada en la preposición “*para*” en tanto nexos causal, pasando, con posterioridad, a exponer los diferentes supuestos fácticos en los que el endeudamiento se puede manifestar.

1. El criterio finalista

El precepto regulador de la fusión apalancada contiene una indicación expresa sobre la necesidad de que el endeudamiento en el que la sociedad adquirente incurra tenga por objeto la compraventa de la compañía. Sin lugar, ello su singular parecido en uno de los preceptos del ordenamiento inglés que tiene por objeto las excepciones a la regla de la prohibición de asistencia financiera en determinados supuestos. Así, el segundo apartado de la sección 678 de la *Companies Act* de 2006, explícitamente exceptúa de la

⁴⁸² Ocurre algo similar con la llamada asistencia informativa, que ha sido considerada permitida en la doctrina de manera unánime. Véase en tal sentido, BAYONA GIMÉNEZ, R., *La prohibición de asistencia financiera*, cit., p. 297; VAQUERIZO ALONSO, A., *Asistencia financiera*, cit., p. 157; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Revisión crítica de la prohibición...”, cit., p. 181.

⁴⁸³ Tal es también la opinión de LÓPEZ MATEO, A., “Asistencia financiera...”, cit., pp. 850-851.

prohibición⁴⁸⁴, como ha habido ocasión de exponer, aquellos casos en los que la adquisición de acciones en *public companies* no constituye la finalidad de la asistencia financiera, así como aquellos otros en los que, aun siendo el caso, tan sólo sea una ínfima parte de dicha financiación la destinada a tal fin. En la medida en que la fusión supone la garantía indirecta de la deuda contraída, el nexo causal tiene por objeto la limitación de la aplicación del art. 35 LME en los casos en los que la futurible afectación del patrimonio de la sociedad *target* no lo sea con el objetivo de su propia adquisición⁴⁸⁵.

La existencia de la mencionada preposición en el precepto español plantea varias cuestiones, algunas de las cuales contribuyen a la delimitación del propio concepto de deuda, permitiendo, así, su adecuado entendimiento. En tal sentido, surge en primer término la discusión en torno a la propia interpretación del nexo causal, ya en un sentido puramente finalista –lógico⁴⁸⁶– o esencialmente temporal –cronológico–. A nuestro entender, si se considera el nexo causal del precepto en el mismo sentido que el represor de la prohibición de asistencia financiera, lo que aquí se sostiene por constituir el núcleo de la problemática, parece oportuno decantarse por la primera opción⁴⁸⁷. Piénsese que la preposición utilizada no contiene connotaciones

⁴⁸⁴ Véase DAVIES, P. L., *Gower and Davies' principles of modern company law*, London, Sweet & Maxwell, 2012, pp. 366-367; FERRAN, E., *Principles of corporate finance law*, Oxford, Oxford University Press, 2011, pp. 212-213.

⁴⁸⁵ Compartimos la opinión de LÓPEZ MATEO, A., “Asistencia financiera...”, cit., p. 866, para quien la consabida preposición tiene una directa relación o debe entenderse en el mismo sentido que la contenida en el precepto relativo a la prohibición de asistencia financiera. En tal sentido, el art. 81 TRLSA no difiere del art. 150 TRLSA.

⁴⁸⁶ Véase a tal efecto SCHROEDER, U., *Finanzielle Unterstützung des Aktienwerbs. Der § 71 a Abs. 1 AktG und sein Vorbild im englischen Gesellschaftsrecht*, Köln, Carl Heymann, 1995, p. 193.

⁴⁸⁷ VAQUERIZO ALONSO, A., *Asistencia financiera*, cit., pp. 203-206 considera que no existe en el precepto que contiene la prohibición de auxilio financiero elemento alguno que haga sospechar que deba existir necesariamente una conexión cronológica, esto es, que la financiación deba preexistir a la adquisición. Además del argumento literal y del carácter

temporales, lo que resulta clarificador⁴⁸⁸. A mayor abundamiento, no resulta alambicada la hipótesis de que la sociedad *target*, siendo una SA, se encontrara en una situación patrimonial difícil que le llevara a la realización de una operación acordeón o a un aumento de capital de tal magnitud que, suscrito por un único inversor (la adquirente o *newco*), éste obtuviese el control. En efecto, dado que de conformidad con los arts. 79 y 296.3 TRLSC sólo debería desembolsar el 25% de las acciones, nada impediría que, con posterioridad, se endeudase y financiase los desembolsos pendientes, fusionándose más tarde con la sociedad *target*. No parece haber razón objetiva alguna para no aplicar el régimen de la fusión apalancada en este supuesto.

Ello lleva a considerar ingenuo⁴⁸⁹ el planteamiento de algunos autores según los cuales la interpretación debe ser necesariamente cronológica⁴⁹⁰. Es

aparentemente finalista de la norma, advierte de la posibilidad de existencia de situaciones fraudulentas con carácter posterior por parte de quien adquiere la condición de socio y, más tarde, financia la operación a cargo de los fondos de la sociedad. Con menor profusión argumental, FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, C., *La asistencia financiera*, cit., p. 225. En opinión de BAYONA GIMÉNEZ, R., *La prohibición de asistencia financiera*, cit., p. 314, el elemento temporal no constituiría sino un factor más para determinar si existió la relación causal entre financiación y adquisición, pero en modo alguno se debe reputar un elemento propio del ilícito.

⁴⁸⁸ En este sentido, el elemento cronológico tan sólo se verifica en el precepto a la hora de establecer la relación entre la adquisición y la fusión, que sí que contienen aspectos que así lo configuran, ya que tanto en la rúbrica aparece el adjetivo “*posterior*” en la norma española y “*a seguito*” en la italiana, como en el propio texto de la norma, donde en la patria se utiliza el pretérito pluscuamperfecto de subjuntivo como tiempo verbal (“*hubiera contraído*”) y el *congiuntivo passato* (“*abbia contratto*”) en la italiana.

⁴⁸⁹ Advierten oportunamente LUTTER, M./ WAHLERS, H. W., “Der Buyout: Amerikanische Fälle und die Regeln des deutschen Rechts”, *AG*, núm. 1, 1989, pp. 1-17, que si el § 71a AktG tiene por objeto supuestos de fraude de ley –recuérdese que la rúbrica del párrafo citado reza “*Umgehungsgeschäfte*” en relación con los supuestos de autocartera-difícilmente no se puede considerar el supuesto de financiación posterior a la adquisición como vulnerador de la prohibición (p. 9).

⁴⁹⁰ PARDOLESI, R., “*Leveraged Buyout: una novità...*”, cit., p. 407; FRIGNANI, A., “*Il leveraged Buy-Out nel diritto italiano*”, *Giur. Comm.*, núm. 1, 1989, pp. 419-429, concretamente en la p. 424. En cierto sentido, PICONE, L. G., “*Il leveraged buy out...*”, cit., p. 1399. SPOLIDORO, M. S., “*Fusioni pericolose...*”, cit., p. 249, quien no obstante concede

una realidad que, habitualmente, la financiación bancaria utilizada para *leveraged buy-outs* exige contractualmente la posterior fusión entre sociedad adquirente y *target*⁴⁹¹ y ⁴⁹², lo que poco casa con el planteamiento –incluso anterior a la vigencia de la LME– de quien consideraba que la fusión no debía ser interpretada como garantía genérica de la deuda contraída⁴⁹³ y, así, en la actualidad la norma no constituye sino una regla que establece obligaciones añadidas para los supuestos de fusión apalancada por los peligros que este tipo de operaciones en términos –fundamentalmente– de sobreendeudamiento supone.

Se plantea, a su vez, la cuestión del mayor o menor subjetivismo que la preposición “*para*” imprime al precepto, que exige necesariamente considerar la norma en su conjunto y, de manera especial, en relación con el plazo indicado de tres años. La duda principal reside en si la mera incursión en endeudamiento en el período indicado en el precepto debe dar lugar a una inferencia⁴⁹⁴ por parte del intérprete de que la norma es aplicable o, por el

que se entendería afectada la prohibición de asistencia financiera si hubiese un pacto previo a la adquisición de realización de la fusión (p. 250).

⁴⁹¹ Lo que no deja de ser un supuesto de crédito garantizado, con la función de reducción de costes de agencia a través de *signalling* que la garantía –fusión– dispensa. Véanse las consideraciones generales de este planteamiento en ARMOUR, J., “The Law and Economics Debate about Secured Lending: Lessons for European Lawmaking?”, en EIDENMÜLLER, H./ KIENINGER, E-M. (Eds.), *The Future of Secured Credit in Europe*, Berlin, DeGruyter, 2012, pp. 3-29.

⁴⁹² En un interesante trabajo, plantea HABERSACK, M., “Superdividenden”, en BITTER, G. et al. (Hrsg.), *Festschrift für Karsten Schmidt zum 70. Geburtstag*, Köln, Otto Schmidt, 2009, pp. 523-544 supuestos en los que el interés de la *target* consiste en su generación de liquidez por la venta pactada de una parte de sus activos con carácter previo a la adquisición apalancada (p. 525). Lo que se produce, a nuestro entender, es una suerte de anticipación de un futuro *asset stripping*.

⁴⁹³ En este sentido, BEIGVEDER MONTERO, A., “Fusión apalancada, rescisión concursal y proyecto de ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles”, *RDCP*, núm. 10, 2009, pp. 361-367, concretamente en la p. 364.

⁴⁹⁴ Tal es la posición sostenida por MARTÍ MOYA, V., “El *Merger Leveraged Buy-Out* o fusión apalancada...”, cit., p. 637, así como por EMBID IRUJO, J. M., “En torno al art. 35

contrario, se exige una voluntad explícita –incluso manifestada contractualmente⁴⁹⁵–, como ya se había planteado en la doctrina⁴⁹⁶. Una absoluta objetivización podría dar lugar a *falsos positivos*⁴⁹⁷, generando costes añadidos que dificultarían la efectiva realización de modificaciones estructurales que, sin incurrir en apalancamiento alguno, tuvieran fines meramente reorganizativos. Por el contrario, como ha sido puesto de manifiesto, una flexibilización de la regla podría implicar una tendencia hacia la ocultación de la verdadera motivación de determinados endeudamientos⁴⁹⁸.

A nuestro entender, en primer lugar ha de tenerse en cuenta que el establecimiento de un plazo de tres años parece tener la función especial de concretar el ámbito de aplicación y, consecuentemente, de establecer una presunción de vínculo entre el endeudamiento y la adquisición, de manera que si nos encontramos en el período temporal aludido, se entenderá que el

de la ley de modificaciones estructurales...”, cit., p. 100, quien no obstante considera que la vinculación deberá poder ser deducida de las circunstancias.

⁴⁹⁵ A nuestro entender, la manifestación contractual no debe ser el elemento delimitador, toda vez que, incluso en determinados casos en los que se produzca una salida de líquido de la sociedad *target* hacia la adquirente pactada con carácter previo a la compraventa, no nos encontramos en el ámbito de la prohibición de asistencia financiera en modo alguno. Se trata de las cláusulas llamadas “*Break-Fee*”, que tienen por objeto el abono de una cierta cuantía al oferente de una adquisición o toma de control en caso de que ésta finalmente no se produzca. Como ha indicado FLEISCHER, H., “Der Zusammenschluss von Unternehmen im Aktienrecht – Aktienrechtliche Problemfelder bei M&A-Transaktionen”, *ZHR*, vol. 172, núm. 5-6, 2008, pp. 538-571, difícilmente se verifica en este punto un nexo causal a no ser que se fuerce el precepto (pp. 556-558 y 566-567). En consecuencia, el criterio planteado de contrario debe ser rechazado.

⁴⁹⁶ Véase en este sentido, fundamentalmente, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./ PERDICES HUETOS, A. B., “Art. 81”, cit., p. 424-425, quienes traen a colación un elenco de elementos interpretativos para mejor determinar cuándo se verifica el nexo causal sin tener que recurrir a posiciones objetivas.

⁴⁹⁷ Una interesante diferenciación entre supuestos de *falsos positivos* y *falsos negativos* en relación con las cuestiones atinentes al capital social puede verse en DENOZZA, F., “Il capitale sociale tra efficienza economica ed equità distributiva”, en ROSSI, G. (Coord.), *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive. Atti del Convegno internazionale di Studi*, Milano, Giuffrè, 2007, pp. 563-575.

⁴⁹⁸ Así, ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera...”, cit., p. 141-142.

endeudamiento se ha realizado con el fin de adquirir el control o los correspondientes activos. Ahora bien, dicha presunción debe ser entendida como *iuris tantum*, dado que parece evidente que en caso contrario daría lugar a situaciones objetivamente injustas y económicamente ineficientes. En este sentido, entendemos que lo que establece el precepto es un desplazamiento de la carga de la prueba, que será de quien realizó la fusión sin tener en cuenta las especialidades del art. 35 LME por considerar que no eran aplicables. Pudiera argumentarse de contrario que dicha prueba sería diabólica, toda vez que consistiría en probar que no se ha hecho algo. Sin embargo, parece lógico entender que el supuesto habitual de exención de la aplicación del régimen de la fusión apalancada lo constituirá, por lo general, el endeudamiento *corriente*, esto es, el que sea habitual u ordinario en el quehacer diario de la sociedad y se corresponda con la realización de su objeto social. En el supuesto de *shell companies* constituidas por fondos de capital-riesgo, probablemente este tipo de operaciones apalancadas sería característico, pero constituiría, en sí mismo, una transacción subsumible en el supuesto de hecho normativo.

Particular dificultad reviste la cuestión aquí subrayada cuando en el endeudamiento concurren diversas finalidades⁴⁹⁹ y se pretende determinar si alguna de ellas es precisamente la de la financiación de la adquisición del control. A nuestro parecer, la regla debe ser la misma, resultando más compleja la delimitación del posible endeudamiento con la finalidad de la adquisición –particularmente si, por ejemplo, ésta consiste en una línea de

⁴⁹⁹ Posibilidad planteada, entre otros, por YUSTE DE AYALA, G., “El impacto de la Ley 3/2009...”, cit., p. 41, para quien ello no debe impedir que se aplique el precepto siempre que exista también la finalidad de la adquisición del control. Habitualmente, entiende el autor, el endeudamiento también podrá tener por objeto la financiación de aquellas actividades económicas que la sociedad *target* lleve regularmente a cabo.

crédito que la sociedad ya tuviera con anterioridad, pero de la que hiciera un mayor uso en un momento concreto próximo a la compraventa de acciones o activos—, exigiéndose diferenciar entre la corriente y la específica de la operación⁵⁰⁰. La concreta determinación de la aplicabilidad de la norma debe tener lugar a través de indicios, presumiéndose, al tiempo, *iuris tantum*, la subsunción del supuesto de hecho en el art. 35 LME.

Un tercer problema que surge en la exégesis de la preposición tiene que ver con la posibilidad, planteada por algún autor⁵⁰¹, de que por vía indirecta se pretenda soslayar la aplicación de la norma al establecer barreras en conglomerados societarios que eviten apreciar la vinculación entre el endeudamiento y la adquisición del control. En tal sentido, cabe plantear la posibilidad de que exista un grupo de sociedades en el que la filial sea la sociedad adquirente y la matriz la que se endeude. De esta manera, la adquisición del control o de los activos de la sociedad objetivo lo sería a título de capital íntegramente, puesto que no existiría deuda alguna en el pasivo de la sociedad adquirente, ya que habría sido capitalizado por la matriz, que sí que se encontraría muy endeudada. La sociedad adquirente (filial) se fusionaría, finalmente, con la *target*. Si se atiende a la literalidad del precepto, el supuesto de hecho no sería subsumible en el mismo, habida cuenta de que en él se alude a la “*fusión entre dos o más sociedades*” en las que una de ellas se hubiese endeudado “*para adquirir el control de otra*”. Lo cierto es que la

⁵⁰⁰ PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./ PERDICES HUETOS, A. B., “Art. 81”, cit., p. 455 consideran, en relación con el precepto de la prohibición de asistencia financiera, que en caso de existir diversas finalidades, si la de adquisición fuera menos relevante que las demás, tan sólo sería colateral y, consecuentemente, no constituiría un supuesto prohibido. No existiendo una previsión similar al apartado segundo de la sección 678 de la *Companies Act* 2006 en nuestro derecho, difícilmente puede acogerse el planteamiento de los autores.

⁵⁰¹ Fundamentalmente, PICONI, L. G., “*The leveraged buy out...*”, cit., p. 1410, así como CACCHI PESSANI, S., *La tutela dei creditori*, cit., pp. 70-75, quien considera perfectamente aplicable la norma por analogía.

sociedad endeudada no participa en la fusión, sino que tan sólo se encontrará en la posición de socio mayoritario de la resultante. Sin embargo, como bien ha apuntado la doctrina⁵⁰², la matriz muy probablemente recibiría a través de dividendos los fondos necesarios para hacer frente al repago de la deuda, especialmente si la filial hubiese adquirido la totalidad de la *target*. En último término, la sociedad objetivo estaría financiando a su adquirente, lo que podría dar lugar, no ya tanto a la aplicación de la figura de la fusión apalancada por fraude de ley o mediante el recurso a la doctrina del levantamiento del velo, sino que bien podría considerarse un supuesto de asistencia financiera prohibida que no podría ser enervada por aplicación del art. 35 LME.

Llegamos así a la última de las cuestiones relacionadas con el nexo de causalidad, como es, el apoyo hermenéutico que éste constituye a los efectos de delimitar la cuantía de la deuda que da lugar a la aplicación de la disciplina de la fusión apalancada. El problema, considerado por diversos autores⁵⁰³, se revela una cuestión compleja, en tanto que ni la norma italiana ni la española contienen referencia alguna que contribuya a determinarlo. Es por ello que aquí se hace uso del elemento causal⁵⁰⁴ a tal efecto, sin por ello desatender el

⁵⁰² PICONE, L. G., “*Il leveraged buy out...*”, cit., p. 1411.

⁵⁰³ LÓPEZ MATEO, A., “Asistencia financiera...”, cit., p. 850 entiende que, ante el silencio normativo no cabe sino entenderse que cualquier deuda supondrá la subsunción en el supuesto normativo descrito en el precepto. La cuantía, en este sentido, no tendría efectos netamente jurídicos, sino tan sólo para la determinación de la “razonabilidad” económica que deba expresar el experto independiente en su informe. PICONE, L. G., “*Il leveraged buy out...*”, cit., pp. 1414-1415 considera que hasta cierto punto erróneamente, el legislador italiano no ha hecho una diferenciación en este punto. Su planteamiento parte de la perspectiva según la cual, dado que la norma no tiene por objeto constituir un supuesto excepcional que enerva la prohibición de asistencia financiera, tutela las situaciones de sobreendeudamiento, por lo que le resulta sorprendente que no se establezca un umbral a partir del cual proceda aplicar el precepto.

⁵⁰⁴ GALLETTI, D., “*Leveraged buy out ed interessi tutelati...*”, cit., pp. 438-439 ha planteado una interpretación puramente teleológica en este punto, entendiendo que si el

tenor literal de la norma. En principio, ésta no hace distingo alguno, por lo que incluso el más nimio de los endeudamientos supondría incurrir en el ámbito de aplicación de la disciplina, lo que, sin lugar a dudas, generaría costes para la operación de modificación estructural difícilmente justificables. Así, la postura que no exige las obligaciones informativas añadidas (*ex art. 35 LME*) cuando la solvencia de la sociedad adquirente impide cuestionar el repago no parece del todo conforme a la literalidad del precepto. En efecto, debe tenerse en cuenta que, en todo caso, la deuda se contrajo para la adquisición del control o de los activos. Sin embargo, no parece que un planteamiento tan amplio se cohoneste bien con razón de justicia alguna, lo que precisa de mayor consideración. En nuestra opinión, la solución viene dada por la propia lógica de la política de endeudamiento, y es que si éste fuera ínfimo no constituirá sino un supuesto de endeudamiento *corriente* destinado a actividades ordinarias y en modo alguno podrá reputarse verdaderamente como orientado a la adquisición de la sociedad *target*⁵⁰⁵.

En sentido similar, cabe preguntarse si quedarían excluidos de la excepción de la prohibición de asistencia financiera algunos supuestos por implicar un endeudamiento excesivo. La respuesta, pese a ser obvia, no puede ser ignorada. Evidentemente dicha consideración será objeto del informe del experto independiente –y, previamente, del proyecto y del informe de administradores–. No obstante, lo cierto es que la práctica ha reducido, por lo general, el nivel de deuda prototípico de este tipo de operaciones

tercero financiador fuera consciente de que la devolución de la deuda se iba a producir con independencia de que los resultados en términos de *cash flow* generado fuesen negativos, no habría en realidad frustración para los acreedores anteriores, por lo que no procedería la aplicación del precepto.

⁵⁰⁵ Entiende ARDIZZONE, L., “Artículo 2501-bis...”, cit., p. 483, que el endeudamiento relevante sería aquél que, por un lado, supusiese una diferencia muy relevante respecto a los fondos propios con los que contase la sociedad y, de otro, que resultaran indispensables para la adquisición del control o de los activos.

apalancadas de momentos pretéritos⁵⁰⁶ a los actuales⁵⁰⁷. La razón tiene que ver, en buena medida, con una pretensión de reducción del riesgo financiero⁵⁰⁸ inherente a este tipo de operaciones, así como a una suerte de evitación del problema de la *adverse selection*⁵⁰⁹, por cuanto un endeudamiento excesivo podría dar lugar a una espiral de elevación de tipos de interés de la deuda contraída por parte de aquellos acreedores bancarios, pero, fundamentalmente, en caso de emisiones de obligaciones. Es de notar,

⁵⁰⁶ Así, las dos épocas en las que más profusión de operaciones apalancadas se ha producido, particularmente instrumentadas a través de tomas de control hostiles, han sido, de un lado, la crisis producida en el Reino Unido tras el final de la Segunda Guerra Mundial (véase nuestro trabajo, GIMENO RIBES, M., “El *Leveraged Buy-Out* como génesis y ocaso de la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias”, en EMBID IRUJO, J. M./ ABRIANI, N. (Dirs.)/ FERRANDO VILLALBA, L./ MARTÍ MOYA, V. (Coords.), *Crisis económica y responsabilidad en la empresa*, Granada, Comares, 2013, pp. 441-461, concretamente, p. 459, así como FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Gran Bretaña: reflexiones en torno a la disciplina de la asistencia financiera para la adquisición de acciones propias”, *RDBB*, núm. 49, 1993, pp. 263-270, donde se alude a la *Companies Act* de 1929, así como al *Greene Committee* de 1927 (p. 263) y, extensamente, SCHROEDER, U., *Finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs*, cit., pp. 23-24), y, de otro, el boom característico de la década de 1980 (véase la versión novelada de la OPA de KKR & co. LLP sobre RJR Nabisco en BURROUGH, B./ HELYAR, J., *Barbarians at the gate. The Fall of RJR Nabisco*, New York, Harper, 2009).

⁵⁰⁷ A modo de ejemplo, el porcentaje de deuda utilizado en el LBO sobre Heinz por parte de los fondos de capital-riesgo *Berkshire Hathaway* y *3G* en 2013 fue mucho menor (<http://dealbook.nytimes.com/2013/02/14/berkshire-and-3g-capital-to-buy-heinz-for-23-billion/>). Entre nosotros, véase una reciente aportación de ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Capital riesgo, Private Equity y LBOs: Crisis financiera y necesidad de un cambio de modelo”, *RMV*, núm. 13, 2013, pp. 71-100 muestra una panorámica de la evolución del sector en los últimos años (pp. 73-79), así como de forma más concisa, ID., “Crisis y Derecho de sociedades: nuevos problemas y respuestas”, *RJN*, núm. 81, 2012, pp. 9-58, concretamente, pp. 15-19.

⁵⁰⁸ ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Capital riesgo, Private Equity y LBOs...”, cit., pp. 95-96 plantea la posibilidad de una regulación alternativa que configura una cierta limitación del endeudamiento por parte de los fondos de capital-riesgo (art. 18 de la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus entidades gestoras), advirtiendo, no obstante, que una regulación de tales características no sería verdaderamente operativa si no fuese aplicada de manera generalizada en los diversos ordenamientos. A tal efecto, toma en consideración posibles incentivos por vía fiscal.

⁵⁰⁹ Téngase en cuenta la base conceptual expuesta en el clásico trabajo de AKERLOF, G. A., “The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanisms”, *Q. J. Econ.*, vol. 84, núm. 3, 1970, pp. 488-500.

a su vez, como se ha sostenido en la doctrina económica, que existe cierta restricción autoimpuesta por parte de las entidades de crédito por temor a una reducción de sus prestamistas e inversores al ser conscientes de la estructura de sus *portfolios*⁵¹⁰. Es lógico entender que el riesgo de impago, particularmente si los activos de la sociedad *target* tienden a depreciarse, puede llevar a que los acreedores que conceden la deuda para la adquisición requieran tipos de interés más elevados⁵¹¹.

2. Posibilidades fácticas

El concepto de “*deudas*” al que se refiere el art. 35 LME en su supuesto de hecho normativo es, como se ha indicado, sustancialmente amplio. Una interpretación estricta del sustantivo resulta, en este sentido, inapropiado, dado que, si la fusión tiene el efecto de hacer recaer el coste del endeudamiento en la sociedad objetivo, no parece que las implicaciones vayan a ser diferentes según el tipo de financiación utilizado más allá, en todo caso y en menor medida, de los gastos financieros en términos de intereses y comisiones que lleve aparejados. A mayor abundamiento, el efecto de la normativa reguladora de la fusión apalancada supone la enervación de la prohibición de asistencia financiera, por lo que, desde una perspectiva integradora, cabe pensar en una exégesis que pase por entender el sustantivo controvertido como continente de la multiplicidad de modalidades a cuya garantía pueda dar el efecto de la fusión.

⁵¹⁰ Véase sobre la cuestión el modelo desarrollado en el trabajo primigenio de STIGLITZ, J. E./ WEISS, A., “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, *Am. Econ. Rev.*, vol. 71, núm. 3, 1981, pp. 393-410.

⁵¹¹ Véase la explicación clarificadora de TASMA, M., *Leveraged Buyout und Gläubigerschutz*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2012, p. 54, así como los ejemplos allí citados. El límite del endeudamiento crecerá conforme exista una mayor previsión de *cash flows* libres.

En consecuencia, cabe considerar, en términos generales, que se deberá tratar necesariamente de financiación y que ésta deberá ser a título de recurso ajeno, no pudiendo ser considerado dentro del concepto general de endeudamiento la parte de fondo propio⁵¹² utilizada por la sociedad adquirente.

La casuística seguidamente expuesta no debe ser entendida en modo alguno como integradora de la totalidad de las fórmulas de endeudamiento posibles, ni mucho menos de las de habitual utilización en la práctica económica de las fusiones apalancadas. Por el contrario, tiene por objeto la presentación de los supuestos de mayor relevancia conceptual, en los que se verifican aspectos que requieren de la oportuna atención jurídica. En tal sentido, los tres primeros corresponden a posibilidades de *share deal*, mientras que los dos últimos responden a técnicas que se manifestarán con mayor asiduidad en las compraventas de activos.

2.1. El préstamo bancario

El primero de los supuesto lo constituye el préstamo bancario, situado en primera posición por una cuestión esencialmente fáctica, ya que constituye el método de financiación ajena más habitual en la moderna economía española, lejos de las posibilidades derivadas de la emisión de instrumentos de renta fija por parte de la propia sociedad adquirente que pudieran cotizar en mercados secundarios. En tal sentido, es una realidad que el *banking model* se encuentra notablemente más arraigado en el entramado empresarial que el *market*

⁵¹² EMBID IRUJO, J. M., „En torno al art. 35 de la ley de modificaciones estructurales...”, cit., p. 100; MARTÍ MOYA, V., „El *Merger Leveraged Buy-Out* o fusión apalancada...”, pp. 636-637; PICONE, L. G., „El *leveraged buy out*...”, cit., pp. 1409-1410.

*model*⁵¹³, más característico del mundo anglosajón presuntamente por la existencia de entidades empresariales de mayor envergadura –debida, en cierto modo, a la dispersión capitalista– con un mayor poder de negociación. Referirse al préstamo bancario como supuesto no debe entenderse, sin embargo, como delimitador del tipo de préstamo que puede integrarse en el concepto de “*deudas*” contenido en el precepto, ya que ello supondría contradecir la tesis de la amplitud que parece colegirse del aludido sustantivo. Ello no impide, sin embargo, que se pueda presentar el escenario con otro tipo de préstamos, incluso *in natura* o que no tengan carácter mercantil por no cumplirse los requisitos del art. 311 CCom ni predicarse su mercantilidad del art. 175.7º CCom. En contraste, debe advertirse la necesidad de que el préstamo sea mutuo. No parece que el comodato dé lugar a los riesgos inherentes a la asistencia financiera, ya que éste exige, conceptualmente, la devolución de la misma cosa, lo que impide la utilización de ésta para la adquisición del control o de los activos normativamente relevantes de la sociedad objetivo⁵¹⁴.

En este sentido, el préstamo bancario⁵¹⁵, enunciado en el art. 175.7º CCom, como ocurre en el de carácter civil (art. 1740 y ss. CC) y en el general mercantil (art. 311 y ss. CCom), constituye, como es sabido, el contrato por

⁵¹³ Un análisis de las diferentes estructuras de mercado, con especial focalización en la situación española puede consultarse en GARRIDO TORRES, A., “Sistema financiero”, en GARCÍA DELGADO, J. L./ MYRO SÁNCHEZ, R., *Lecciones de economía española*, 10ª Ed., Madrid, Civitas, 2013, pp. 162-176, así como CARBÓ VALVERDE, S., “Banca y mercados financieros como mecanismos para el crecimiento económico: nuevas perspectivas”, *PEE*, núm. 110, 2006, pp. 20-34.

⁵¹⁴ Véanse similarmente, mal que referidas a la interdicción de asistencia financiera, las consideraciones de VAQUERIZO ALONSO, A., *Asistencia financiera*, cit., p. 170.

⁵¹⁵ Para una exposición de los elementos configuradores del préstamo bancario, que no son objeto de estudio en esta sede, nos remitimos a ZUNZUNEGUI PASTOR, F., *Derecho del mercado financiero*, Madrid, Marcial Pons, 2005, pp. 631 y ss., así como CORTÉS DOMÍNGUEZ, L. J., *Lecciones de contratos y mercados financieros*, Madrid, Civitas, 2004, pp. 106 y ss.

el que una persona entrega a otra una cosa con pacto de que sea devuelta, con la especialidad de que el objeto es dinero, cosa fungible que, consiguientemente, exige la devolución de una cantidad igual a la entregada, no aquellos concretos instrumentos de pago entregados. En el préstamo bancario, el prestamista es necesariamente una entidad de crédito, pero éste no contiene especialidad alguna en términos de remuneración, toda vez que el art. 314 CCom, en el mismo sentido que el art. 1755 CC, establece la supletoriedad de la gratuidad, de manera que todas aquellas obligaciones añadidas a cargo del prestatario deberán ser pactadas.

Cabe considerar, a los efectos del presente análisis, algunas posibilidades de los clausulados contenidos en préstamos bancarios. Comenzando por la aludida referencia al interés, así como al resto de comisiones, la implicación más relevante lo es en punto a la necesidad de inclusión de los mismos en tanto parte del coste de la deuda y, consiguientemente, de la financiación de que van a responder en último término los activos de la sociedad *target*⁵¹⁶, en los diferentes documentos exigidos por el art. 35 LME. Concretamente, debe tenerse en cuenta, de manera especial, en el plan económico y financiero integrado en el informe de administradores⁵¹⁷, a la hora de expresar los recursos necesarios para hacer frente a las obligaciones pecuniarias que vayan a afectar a la sociedad resultante de la fusión. En tal sentido, a nuestro entender, los recursos descritos no sólo deberán ser suficientes como para hacer frente al principal y a los gastos financieros ciertos, sino también a aquéllos que pudieran surgir por diferentes razones, lo que tendrá lugar

⁵¹⁶ Ampliamente, CACCHI PESSANI, S., *La tutela dei creditori nelle operazioni di Merger Leveraged Buy-Out. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, Milano, Giuffrè, 2007, pp. 60-61.

⁵¹⁷ De manera genérica, en relación con el informe de administradores, MINGOT AZNAR, M., “Contenido y alcance del informe del experto independiente...”, cit., p. 223.

cuando el préstamo contraído fuese a interés variable –por ejemplo, indexado a un determinado índice⁵¹⁸–.

En segundo lugar se plantea la cuestión del posible pacto que establezca para la sociedad *newco*, titular de la deuda, la obligatoriedad de una fusión posterior que sirva de garantía indirecta o genérica para el prestamista. Cabe pensar, de un lado, en la posibilidad de que ésta no constituya sino una obligación para el prestatario o, de otro, que su no verificación suponga una condición resolutoria del contrato de financiación. Resulta relevante, en cualquier caso, establecer cierta comparación con la inclusión de una cláusula contractual que obligue a la sociedad que se endeuda a establecer garantías reales sobre algunos de los bienes de la sociedad a adquirir una vez la compraventa se haya producido. Debe aludirse a la inconsistencia que supone el contraste de ambas situaciones, toda vez que si la que aquí se considera es subsumible en el supuesto de hecho normativo del art. 35 LME, sobre la otra recae una interdicción absoluta derivada del tenor literal de la prohibición contenida en los arts. 150 y 143.2 TRLSC. Se advierte, sin embargo, de que, en supuestos extremos, el patrimonio afectado en caso de garantía real será la totalidad del activo de la *target*, restringiéndose, por lo general, a bienes inmuebles concretos, mientras que la fusión dará lugar en todo caso a la absoluta sujeción por aplicación de la regla del art. 1911 CC.

⁵¹⁸ Podría aludirse también a las comisiones por cancelación anticipada, pero, al contrario que en el caso de tipos de interés variable, que generan gastos financieros indeterminados, este tipo de costes constituye tan sólo cuantías que buscan compensar la pérdida de mayores ingresos financieros futuros para la entidad de crédito habida cuenta de la reducción del horizonte temporal del préstamo bancario. En tal caso, en realidad el coste del repago de la deuda sólo será mayor en supuestos en los que se prevea una reducción muy relevante del tipo de interés indexado, en cuyo caso la sociedad endeudada optará probablemente por la no amortización anticipada. En el resto, los recursos afectados serán menores que si se hubiese esperado al vencimiento del préstamo, por lo que no parece ser oportuna una previsión mayor en el informe de los administradores.

La razón de ser de esta diversidad en el tratamiento normativo debe buscarse, a nuestro entender, en las diferencias que se encuentran entre ambos supuestos. De un lado, el procedimiento de fusión incorpora instrumentos de tutela de los acreedores y exige mayorías reforzadas de la Junta General —el establecimiento de prendas o hipotecas sobre determinados bienes podría realizarse por el órgano de administración de la filial oportunamente elegido por la matriz—, lo que garantiza una mayor protección de los posibles intereses afectados independientemente de la mayor afectación de bienes. A mayor abundamiento, en caso de fusión, los acreedores anteriores al endeudamiento dirigido a la adquisición se encontrarían en igualdad de condiciones a la hora de satisfacer su crédito por efecto de la *par conditio creditorum*, mientras que el establecimiento de garantías reales supondría la subordinación de tales. De otro lado, la fusión, en tanto modificación estructural, tiene un efecto reorganizativo y generador de sinergias que, como se manifestó más atrás, se encuentra en la génesis de la opción del legislador español por una flexibilización parcial del régimen de la asistencia financiera que, al contrario que en el texto normativo de la Unión Europea, tan sólo ha optado por establecer un régimen permisivo en este supuesto particular.

Relevante resulta, finalmente, la cláusula por la que el prestamista exige a la contraparte el no reparto de dividendos en un determinado período de tiempo con el objetivo de evitar la salida de líquido de la sociedad hacia los socios —en muchas ocasiones, no obstante, se permite mientras se haga con cargo a beneficios— que pudiera incrementar el riesgo de impago del préstamo destinado a la consabida adquisición del control o de los activos. El mismo no plantea dificultades en punto a la tutela de los acreedores, toda vez que la

limitación derivada del *covenant*⁵¹⁹ resulta indirectamente positiva para aquéllos al obrar una mayor masa patrimonial en la sociedad a la que tendrán acceso para la satisfacción de sus créditos. Problemática resulta, sin embargo, la tutela de los socios minoritarios, que se ven afectados por una cláusula pactada por quienes al final del procedimiento ostentan la posición de socio mayoritario en un momento en el que eran ajenos a la sociedad. Desde un punto de vista económico, el no pago de dividendos puede suponer una señal al mercado⁵²⁰ que tenga como consecuencia una caída del precio de las acciones o participaciones. De este modo, el socio minoritario ve cómo percibe menos dividendos y, sin embargo, la venta de su participación en el capital de la sociedad tampoco le va a reportar una contraprestación económica adecuada.

En términos jurídicos, se trata de una limitación difícilmente evitable, puesto que el minoritario no podrá sino impugnar –con muy reducidas expectativas de éxito– el acuerdo por el que la sociedad decida el no reparto de dividendos. No existiendo vulneración de precepto legal o estatutario alguno o contravención con el interés social, difícilmente podrá evitarse una política de dividendos de tales características. En cierto sentido, parece prevalente la tutela de los acreedores y, en general, de la propia sociedad

⁵¹⁹ Un análisis de los *covenants* más habituales en el mercado de la deuda, con particular atención al caso de obligacionistas o tenedores de bonos (*bondholders*) puede verse en SMITH JR., C. W./ WARNER, J. B., “On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants”, *J. Fin. Econ.*, núm. 7, 1979, pp. 117-161, quienes consideran que en el caso de los que limitan el pago de dividendos, en realidad se trata de meras limitaciones relativas, en el sentido de que impiden salidas de líquido que no se realicen a cuenta de nuevos ingresos (pp. 131-135).

⁵²⁰ Cabe hacer alusión, en este sentido, al conocido efecto “*pájaro en mano*” (“*bird in the hand*”), que supondría la preferencia por parte de los accionistas, debido a la aversión al riesgo, por la recepción de dividendos frente a la reinversión de los flujos de caja libres. Críticamente sobre el particular puede verse FISCHER, D. R., “The Law and Economics of Dividend Policy”, *Va. L. Rev.*, núm. 67, 1981, pp. 699-726, en concreto, pp. 702-704.

aunque con ello se vea limitada la percepción de dividendos por parte de los socios.

2.2. *La apertura de crédito*

El segundo de los medios de financiación que puede integrarse en el concepto de “*deudas*” que merece la correspondiente atención en esta sede es la apertura de crédito. Consiste ésta, como es sabido, en la puesta a disposición por parte de una entidad de crédito de una cuantía dineraria para que el prestatario haga uso de ella en la medida que considere, siempre sin superar el límite máximo establecido y con obligación de devolver la totalidad del mismo en el momento de vencimiento⁵²¹. Resulta difícil imaginar un escenario de fusión apalancada en el que se haga uso de una apertura de crédito para financiar la operación, habida cuenta de la elevada cuantía necesaria para efectuar la correspondiente compraventa, que hasta cierto punto se encuentra en la práctica más en la magnitud de un préstamo –incluso de carácter sindicado– que de una apertura de crédito. Sin embargo, esta figura tiene la ventaja de su flexibilidad frente a la rigidez del préstamo, lo que, en operaciones apalancadas podría permitir un mayor endeudamiento en un primer momento –presumiendo incluso años de pérdidas– y una devolución de mayores cantidades en un momento posterior⁵²².

⁵²¹ Véase la oportuna exposición de este contrato en ZUNZUNEGUI PASTOR, F., *Derecho del mercado financiero*, cit., pp. 621 y ss., así como CORTÉS DOMÍNGUEZ, L. J., *Lecciones de contratos*, cit., pp. 124 y ss.

⁵²² Todo ello sin perjuicio de que ello podría instrumentarse también a través de un préstamo con un determinado período de carencia en el que se cobraran intereses, pero en el que los primeros términos amortizativos no implicasen una devolución del principal.

Se plantea en primer término la cuestión de si un contrato de estas características es verdaderamente un supuesto de “*deudas*”⁵²³ en el sentido expresado anteriormente en relación con la exégesis del sustantivo⁵²⁴. La inexistencia de una deuda cierta en el momento en que se inicia el período temporal de apertura de crédito, lo que no ocurre en el préstamo, podría dar lugar a una interpretación en tal sentido. No nos parece, sin embargo, que la incerteza sobre la cuantía de la deuda deba ser óbice para una comprensión de esta figura contractual como integrante del supuesto normativo regulado en el art. 35 LME, habida cuenta de que, como ha sostenido un sector doctrinal⁵²⁵, la obligación dineraria debe ser conceptuada como aquella que otorga un “*poder patrimonial abstracto de adquisición*”, lo que permite que la deuda no se encuentre determinada mientras que de algún modo pactado contractualmente pueda ser concretada en el momento de su vencimiento.

Ello tiene efectos más relevantes incluso que en el préstamo bancario para el plan económico y financiero que debe expresarse en el informe de los administradores, puesto que no serán los gastos financieros los que se ignorarán, sino la totalidad del repago de la deuda a efectuar dependiendo de la parte del crédito de la que se haga uso y el período temporal por el que dicha utilización tenga lugar⁵²⁶. En este sentido, el mencionado plan tan sólo

⁵²³ En la doctrina italiana se consideraba si un negocio jurídico como el de apertura de crédito podía ser subsumible en la prohibición de asistencia financiera como supuesto de anticipo. Una exposición de la panorámica doctrinal sobre la mencionada duda dogmática puede verse en FORTUNATO, S., “Anticipazioni, prestiti o garanzie per l’acquisto di azioni proprie”, en BUTTARO, L./ GRIFFI, A. P. (Coords.), *La Seconda Direttiva CEE in materia societaria*, Milano, Giuffrè, 1984, pp. 427-459, concretamente, p. 428.

⁵²⁴ PICONE, L. G., “*Il leveraged buy out...*”, cit., p. 1408 sí que lo considera.

⁵²⁵ PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., “Sistema de las deudas de dinero...”, cit., pp. 2073-2075.

⁵²⁶ De igual modo, el cálculo de las cantidades a abonar por las comisiones por saldo no dispuesto deberán ser tenida en cuenta.

podrá ser aproximativo, basado, fundamentalmente, en el precio de las acciones o participaciones o de los activos a adquirir en la operación.

Cuestión particular que presenta este negocio jurídico de financiación en el ámbito de las fusiones apalancadas la constituye la existencia de una apertura de crédito que la sociedad adquirente hubiese contratado y que, encontrándose en el plazo de tres años establecido por el precepto tuviera lugar la compraventa a la que se refiere el supuesto normativo. Si ésta fuera destinada a la financiación “*corriente*” de los gastos de la sociedad, difícilmente podrá ser considerada como supuesto de subsumible en el precepto. La existencia de una línea de descuento o un contrato de *factoring*⁵²⁷ destinado a la obtención de liquidez inmediata gracias al descuento o a la gestión de créditos comerciales con vencimiento a corto plazo deberá recibir –entendemos– la misma respuesta negativa. Supuesto distinto es el de contratos de la naturaleza referida en los que el prestatario dispone de los fondos de la apertura de crédito por plazos más extensos. Se puede intuir en tal caso que el nexo causal parece más probable.

Compete finalmente considerar las implicaciones de carácter concursal que pueda tener la existencia de un contrato de *factoring* entre la adquirente y una sociedad dedicada a dicha actividad. La Disposición Adicional 2ª de la Ley 1/1999, de 5 de enero, Reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus sociedades gestoras⁵²⁸, establece en su apartado tercero que serán de

⁵²⁷ Véanse las consideraciones sobre las diferencias entre la línea de descuento, la apertura de crédito y el *factoring* en nuestro derecho en MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A., “Calificación jurídica del “crédito de descuento” documentado en póliza”, en POLO DÍEZ, A. et al. (Coords.), *Estudios de Derecho bancario y bursátil: homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, Madrid, La Ley, 1994, pp. 1797-1811, particularmente en las pp. 1798-1805.

⁵²⁸ Véase, mal que con anterioridad a la entrada en vigor de la LC, el análisis de FERRANDO VILLALBA, M. L., “Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras”, *CDC*, núm. 29, 1999, pp. 237-253, quien alude a la inaplicación de la nulidad de la cesión establecida en el ya derogado art. 878 CCom en caso

aplicación las acciones rescisorias concursales del art. 71 LC a los créditos cedidos para obtener liquidez en los casos en los que el cedente –sociedad adquirente en el supuesto objeto de estudio– entrara en concurso. En este sentido, los acreedores de la sociedad *target* que luego pasasen a serlo de la resultante quedarían tutelados mediante la correspondiente acción de reintegración de la masa, de manera que los derechos de crédito cedidos a la sociedad de *factoring* que fueran objeto de la rescisión retornarían a la sociedad resultante de la fusión que se encontrara en procedimiento concursal. Dicho tratamiento encuentra aplicación independientemente de que la liquidez obtenida mediante la cesión de los créditos fuese o no destinada a la consabida adquisición del control o de los activos.

2.3. *La emisión de obligaciones*

El tercero de los supuestos de financiación de las operaciones apalancadas configuradas como adquisiciones de acciones o participaciones –aunque nada obsta a su aplicación a la compraventa de activos– que aquí se trae a colación es la emisión de obligaciones. Ésta responde en mayor medida a la práctica de sistemas financieros de economías anglosajonas y, en cierto modo, a las operaciones apalancadas que tienen por objeto la adquisición de sociedades de mayor envergadura ante la imposibilidad de su financiación a través de préstamos bancarios –a no ser que éstos sean sindicados–. Desde un punto de vista tipológico, es la sociedad cotizada, de conformidad con el art. 510 TRLSC la que mayores posibilidades tiene de endeudarse mediante este tipo de instrumentos, mientras que a la sociedad anónima y a la comanditaria por acciones se le limita dicha posibilidad según la regla del art. 405 TRLSC salvo

de que se cumplieran los requisitos establecidos en la versión originaria de la norma considerada (p. 252).

los casos en los que se cuente con algún tipo de garantía. A las sociedades de responsabilidad limitada les está vedado, como es notorio, el endeudamiento a través de esta fuente de financiación. Sin embargo, el Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial (PLFFE) prevé su futura admisión.

Hay que tener en cuenta, en todo caso, que en la práctica, la financiación de adquisiciones de las características consideradas no es unívoca, ya que no es sólo una fuente de recursos ajenos de la que se sirve la sociedad adquirente para llevar a cabo la compraventa, encontrándose, como se ha expuesto al inicio de esta obra, una parte garantizada (*senior debt*) e incorporando la otra un nivel de riesgo muy superior con intereses –consiguientemente– mucho mayores. Resulta relevante, a tal efecto, distinguir entre las emisiones de obligaciones garantizadas, que incluyan *covenants* u otro tipo de cláusulas, para cuyo análisis nos remitimos a las consideraciones realizadas a la hora de tomar en consideración el préstamo bancario, y aquellas otras (*junk bonds*) que no incorporen dichas referencias, siendo la contrapartida el mayor interés exigido por el mercado para su suscripción.

A efectos expositivos procede considerar la cuestión de manera conjunta, exponiendo el régimen general de las sociedades anónimas y comanditarias por acciones contenido en la normativa reguladora, así como sus implicaciones en relación con el régimen de la fusión apalancada y puntualizando las especialidades en los supuestos de otros tipos sociales. Cabe en primer lugar hacer alusión a las limitaciones establecidas en el texto legal (art. 405 TRLSC), que impiden la emisión de obligaciones que supere la cuantía del capital y las reservas. La restricción, que ha recibido críticas doctrinales⁵²⁹ desde su inclusión en el TRLSA, pretendidamente busca evitar

⁵²⁹ Significativamente puede traerse a colación el trabajo de FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Nota crítica sobre la existencia de límites cuantitativos a la emisión de obligaciones (Art.

la descapitalización de la sociedad en cuestión. Siendo evidente la incoherencia que normativa de no considerar el resto de recursos ajenos a efectos de determinar la cuantía efectiva que puede ser objeto de emisión, no puede desconocerse la incidencia que tiene en relación con el régimen del art. 35 LME. A la sociedad adquirente no le estará permitida la emisión de obligaciones por encima de su capital, pero nada impide que se utilicen préstamos bancarios de manera conjunta con la finalidad de financiar la operación.

Más interés revisten las garantías que potestativamente se pueden incluir en la emisión de obligaciones de conformidad con el art. 404 TRLS. La enumeración que el precepto contiene debe ser comprendida como *numerus apertus*, dado que el adverbio “*especialmente*” da a entender un cierto carácter ejemplificativo de la norma. En tal sentido, cabría entenderse perfectamente posible la cláusula por la que la sociedad emisora se obligue a una fusión posterior, entendiendo ésta como supuesto de garantía genérica. El criterio, sin embargo, es diferente a los efectos de lo que la garantía supone en el art. 405 TRLS. La exclusión del límite de emisión de los apartados segundo y tercero del precepto tan sólo opera en caso de utilización de hipoteca, prenda de valores, garantía pública o aval solidario de entidad de crédito. No deja de sorprender esta previsión, dado que los activos de la sociedad *target* pudieran llegar a cubrir el valor de la deuda derivada de la

282 LSA)”, *RJC*, vol. 90, núm. 2, 1991, pp. 523-540. Últimamente véase VALPUESTA GASTAMINZA, E., “Art. 405”, en ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A./ BELTRÁN SÁNCHEZ, E. (Dirs.), *Comentario de la ley de sociedades de capital*, Madrid, Civitas, 2011, pp. 2775-2781, quien alude al anacronismo que supone esta norma e indica que, no teniéndose en cuenta el resto de recursos ajenos, difícilmente puede tener el precepto algún efecto de tutela del obligacionista, además de que los recursos propios no son el único indicador de la actividad productiva y de que la sociedad siempre puede disponer de las reservas voluntarias (pp. 2776-2777), no siendo aplicable a éstas la restricción a las reducciones de capital del art. 411 TRLS.

emisión de obligaciones y, siendo el nivel de endeudamiento de la sociedad objetivo relativamente bajo, el repago de las obligaciones quedaría garantizado.

Cabe plantear, a mayor abundamiento, el siguiente supuesto. Piénsese en el caso de que la sociedad adquirente llevase a cabo dos emisiones de obligaciones. La primera tendría por objeto la adquisición de ciertos activos (bienes inmuebles) de la *target*, y la segunda, la parte del capital social que le permitiese obtener el control. La primera emisión no se encontraría limitada por la regla del art. 405 TRLSC, mientras que se podría establecer una hipoteca sobre los bienes inmuebles como garantía de la segunda de las emisiones, que permitiese exceder el referido límite. La diferencia con la fusión posterior reside esencialmente en que, para los casos en los que la *target* se encuentre fuertemente endeudada, el obligacionista tendrá preferencia en todo caso gracias a la garantía real, lo que no ocurrirá con el efecto producido por la referida modificación estructural.

Cabe referir, finalmente, que en materia organizativa, una diferencia sustancial respecto del endeudamiento a través de préstamo bancario o apertura de crédito es la necesidad de actuación de la Junta General con requerimiento de mayoría reforzada (art. 406 TRLSC), lo que, en cualquier caso, a efectos prácticos, no tendrá mayor incidencia, habida cuenta de que la sociedad adquirente, generalmente será de nueva creación y controlada mayoritariamente o en su totalidad por un socio.

En cuanto a las especialidades tipológicas, comenzando por la sociedad anónima cotizada, la particularidad esencial se refiere a la inexistencia de limitación alguna, establecida como norma especial en el art. 510 TRLSC y

que tiene su fundamento, como ha sostenido la doctrina⁵³⁰, en la específica condición de este tipo de sociedades, la fluctuación del precio de cuyas acciones se encuentra sometida a un mercado regulado. En tal sentido, los inversores pueden obtener información del mercado para conocer la liquidez de la sociedad y, así, actuar en consecuencia. La cotización, en todo caso, se predica de las acciones de la sociedad y no del hecho de que las obligaciones se encuentren sujetas a negociación en un mercado secundario regulado, ya que la liquidez de la correspondiente sociedad debe ser inferida de los recursos propios con los que se financie y no de los instrumentos de deuda que utilice. En la fusión apalancada, sin embargo, las especialidades quizá no sean tan relevantes en lo que se refiere al hecho de que la sociedad adquirente cotice en el mercado bursátil, sino en que bien las obligaciones emitidas lo hagan en un secundario, bien que la propia *target* sea cotizada. En ambos casos, tanto el obligacionista, como el socio minoritario de la sociedad objetivo cuentan con una mayor liquidez externa de sus títulos, lo que indirectamente les sirve de tutela.

El problema de la emisión de obligaciones difiere en cualquier caso de la situación de las operaciones apalancadas que concluyen con fusión, ya que el objeto de tutela en el primer caso es la sociedad que realiza la emisión, por tanto, la sociedad adquirente, mientras que en el segundo lo es la sociedad objetivo. Estas diferencias dan lugar a una situación de compartimentos estancos, en la que las reglas sobre emisión de obligaciones no tienen relación directa con las específicas del régimen del art. 35 LME.

El caso de las sociedades de responsabilidad limitada merece apunte siquiera breve. Se trata de la prohibición establecida en el art. 402 TRLSC de

⁵³⁰ Así, GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J., “Art. 510”, en ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A./ BELTRÁN SÁNCHEZ, E. (Dirs.), *Comentario de la ley de sociedades de capital*, Madrid, Civitas, 2011, pp. 3325-3327, concretamente p. 3326.

que éstas sean emisoras. Con todo, el PLFFE incluye un art. 45⁵³¹ por el que se pretende modificar el art. 401 TRLSC, permitiendo la emisión de obligaciones a todas las sociedades de capital y añadiendo un nuevo apartado entre el primero y el segundo en el que se establecen las condiciones bajo las cuales la sociedad de responsabilidad limitada podrá realizar emisiones. Podrá hacerlo siempre y cuando no supere el doble de sus recursos propios, a no ser que cuente con alguna de las garantías igualmente establecidas en el art. 405.2 TRLSC. El propósito de la norma proyectada, tal y como se expresa en la Exposición de Motivos de la misma, no es otro que garantizar el acceso de la financiación a las PYMES y, aquí, en concreto, a la que puedan dispensar los mercados de capitales. No puede ignorarse, sin embargo, que el establecimiento de un límite en el doble de los recursos propios, pese a que puede encontrarse en concordancia con el menor requisito de capital mínimo propio de este tipo social –en el sentido de que, en caso contrario, la emisión que podría llevarse a cabo sería menor–, puede dar lugar a situaciones de sociedades fuertemente endeudadas y, lo que es más relevante, a las que se exija una remuneración mayor de la deuda, con el incremento del riesgo financiero aparejado.

En lo que a las fusiones apalancadas se refiere, ello puede dar lugar a un drástico aumento del coste de la deuda que finalmente recae en la sociedad *target*, con la mayor dificultad en el repago. Podría intuirse que se genera cierto incentivo para que el instrumento vehicular utilizado para la operación apalancada lo constituya tendencialmente la sociedad de responsabilidad

⁵³¹ El precepto reza de la siguiente manera: “*El importe total de las emisiones de la sociedad limitada no podrá ser superior al doble de sus recursos propios salvo que la emisión esté garantizada con hipoteca, con prenda de valores, con garantía pública o con un aval solidario de entidad de crédito.*”

limitada si se pretende financiar la operación a través de emisión de obligaciones. A nuestro entender, esto sólo puede dar lugar a un mayor control a través del informe de expertos independientes que tenga en cuenta, de manera especial, el importante coste de la deuda asociado a esta configuración de la operación en cuestión. Cabe pensar, en todo caso, si éste es un precepto llamado a ser mantenido en el futuro o si tan sólo se trata de una suerte de norma con vocación de transitoriedad⁵³² como respuesta a la contracción del crédito prototípica de la crisis económica que se atraviesa. En todo caso, la utilización de este instrumento de financiación revestirá un férreo control del mercado, así como las necesarias cautelas en el procedimiento de fusión apalancada.

Finalmente ha de hacerse alusión a la posibilidad de que sea uno de los socios, bien de la sociedad adquirente, bien de la *target*, el que suscriba una de las obligaciones emitidas. Cabe preguntarse, desde luego, lo que ello supone a los efectos de la aplicación del art. 35 LME, particularmente –piénsese-, en el supuesto extremo—ciertamente improbable, por otro lado- en el que la suscripción de la emisión fuese realizada íntegramente por los que ya ostenten la condición de socio –incluso de la sociedad objetivo, ya que en último término, tras la fusión, lo serán de la resultante, que será la endeudada-. A nuestro entender, el carácter de recurso ajeno es independiente de la condición del suscriptor, por lo que, si se verifica el nexo causal, esto es, la utilización del consabido endeudamiento con el fin de adquirir el control o los activos, el régimen de la fusión apalancada debe encontrar aplicación en todo caso⁵³³. Distinto sería el caso si fuese la sociedad objetivo la que

⁵³² Véanse las consideraciones de EMBID IRUJO, J. M., *Sobre el derecho de sociedades*, cit., pp. 8-9 quien se plantea la duda de la posibilidad de permanencia de una situación que se encontraría revestida –en principio– de un cierto halo de inmediatez o excepcionalidad.

⁵³³ Podrían plantearse, en todo caso, supuestos de infracapitalización, siendo oportuna la aplicación de la doctrina del levantamiento del velo. La postergación legal de los créditos

suscribiera los títulos, ya que ello sería contrario a la prohibición de asistencia financiera sin posibilidad de ser exceptuada la interdicción por aplicación del régimen de las fusiones apalancadas.

2.4. *El leasing*

La cuarta posibilidad a analizar tiene que ver con la adquisición de activos como modalidad de las consideradas en el art. 35 LME. Se trata del contrato de *leasing* o arrendamiento financiero, el cual, como es sabido, consiste en la adquisición de un objeto de carácter mobiliario para su uso en la explotación económica de un empresario y su posterior arriendo. La llamada sociedad de *leasing* compra el indicado activo a un tercero y lo arrienda a un empresario que lo explota y, a cambio, paga unas cuotas, siendo, en ocasiones, posible, que el bien termine siendo de la propiedad de este último en caso de que abone una cuantía pecuniaria final que constituye el pago de una opción de compra.

En el escenario de una operación apalancada, el empresario que pasa a utilizar el bien como arrendatario es la sociedad adquirente, mientras que el tercero del cual la sociedad de *leasing* adquiere el bien es la sociedad *target*. Se plantea, en este punto, si la financiación que obtiene el adquirente como consecuencia del ahorro que le supone no abonar la totalidad del precio del bien en el momento en que tiene lugar la compraventa entra dentro del

resultaría apropiada, pero su inclusión en la legislación española fue rechazada en su día. Especialmente relevante es, en este sentido, en el momento de debate sobre la LSRL, el análisis de PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., “La infracapitalización. Una aproximación contractual”, *RdS*, núm. Extraordinario, 1994, pp. 253-269. También SÁNCHEZ CALERO, F., “Insuficiencia del capital social y postergación legal de los créditos”, *AAMN*, núm. 34, 1995, pp. 141-168; MASSAGUER FUENTES, J., “La infracapitalización: la postergación legal de los créditos de socios”, en BONARDELL LENZANO, R./ MEJÍAS GÓMEZ, J./ NIETO CAROL, U. (Coords.), *La Reforma de la Sociedad de Responsabilidad Limitada*, Madrid, Dykinson, 1994, pp. 941-977.

concepto de “*deudas*” al que hace alusión el art. 35 LME. A este respecto, cabe diferenciar dos supuestos, como son el del *leasing* en sentido estricto y aquel otro conocido como *lease-back*⁵³⁴, esto es, cuando la sociedad de *leasing* adquiere directamente el bien del propio arrendatario y, seguidamente, se lo arrienda, obteniendo este último una liquidez efectiva. La diferenciación no es baladí, habida cuenta de que el recurso ajeno tan sólo se verifica con carácter evidente en el segundo de los supuestos, siendo tan sólo indirecto en el primero.

Comenzando por el *lease-back*, bien parece posible que la sociedad adquirente utilice sus recursos propios para comprar determinados activos que luego enajene a la sociedad de *leasing*, que seguidamente se los arrienda, y utilice el líquido recibido de la contraparte en el referido contrato para financiar –al menos en parte– la adquisición del control⁵³⁵. A todas luces, nos encontramos ante un supuesto subsumible en el supuesto de hecho normativo del art. 35 LME y ello con independencia de que, una vez concluya el arrendamiento, la sociedad adquirente opte o no por ejercitar la opción de compra. A tal efecto, no obstante, el informe de administradores deberá integrar en el plan económico y financiero no sólo las cuotas del arrendamiento financiero, sino también el valor de la opción de compra. Distinto es el caso si la sociedad adquirente, tras la adquisición de los activos –siendo éstos incluso activos esenciales o de importancia patrimonial a los efectos del precepto que nos ocupa– y la contratación del *lease-back*, se

⁵³⁴ Los caracteres de este contrato de financiación se encuentran pormenorizadamente descritos en CANDELARIO MACÍAS, I./ LEYVA SAAVEDRA, J., “*Lease Back y Leveraged Buy-Out: modernas técnicas financieras*”, *EF*, núm. 203, 2000, pp. 213-254, concretamente en las pp. 219 y ss.

⁵³⁵ Sobre el aspecto de financiación del contrato de *lease-back*, véase el trabajo de BUITRAGO RUBIRA, J. R., “El “*lease back*” como instrumento de financiación”, *RCDI*, núm. 692, 2005, pp. 2117-2126.

fusionara directamente con la sociedad objetivo. El líquido recibido no sería utilizado para adquirir el control ni mucho menos los activos, por lo que no nos encontraríamos ante una fusión apalancada ni en sentido económico ni normativo.

El caso del modelo general de *leasing* es diferente, puesto que no se produce una adquisición del bien propiamente dicho⁵³⁶. No parece que quepa entender aplicable el régimen del art. 35 LME a este tipo de financiación indirecta y ello por diversas razones. En primer lugar, por una cuestión derivada de la cronología que establece la norma, ya que, como hemos dicho, la fusión debe ser posterior a la adquisición y ésta tan sólo tendrá lugar, en su caso, cuando se ejercite la opción de compra. Además, si la fusión tuviese lugar con posterioridad a la efectiva adquisición, probablemente habría transcurrido un lapso de tiempo superior al plazo trienal establecido en el supuesto normativo. Finalmente, si la fusión es posterior a la compraventa, en realidad no se puede establecer un verdadero nexo causal entre el endeudamiento y la adquisición, puesto que el primero ya se ha extinguido, lo que hace innecesario el plan económico y financiero que se requiere en estos casos como contenido complementario del informe de administradores.

2.5. *La compra de activos con precio aplazado*

En último lugar compete considerar la compra de activos con precio aplazado, cuya configuración responde a una adquisición de determinados bienes sin que el precio sea abonado en el momento de la consumación del

⁵³⁶ Probablemente ésta es la razón por la que, mal que con anterioridad a la vigencia de la LME, CANDELARIO MACÍAS, I./ FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, C., “El LBO como medio...”, cit., p. 321 tan sólo hacen referencia al *lease-back* como posibilidad de configuración de la operación apalancada y no al *leasing* genérico.

negocio jurídico. Así, la parte vendedora entrega el bien al comprador, debiendo ser abonado el precio en un momento posterior, bien en un solo pago, bien en sucesivos. A los efectos de su comprensión como “*deudas*” en el sentido expresado hasta el momento cabe hacer una diferenciación entre el supuesto en el que el precio ha de ser pagado a la propia sociedad *target* en un momento posterior y aquel otro en el que un intermediario adelanta la cuantía a ésta, exigiéndose más tarde el pago por parte de la adquirente.

En el primer supuesto, nos encontraremos ante un verdadero “*anticipo*”⁵³⁷, dado que, pese a que no hay una prestación pecuniaria por parte de la sociedad en sentido estricto, existe un contrato independiente –de compraventa–, en el que la sociedad *target* adelanta su prestación –la entrega de los activos– al comprador. Ello, sin embargo, no daría lugar a una vulneración de la prohibición de asistencia financiera por cuanto lo que prohíben los arts. 150 y 143.2 TRLSC es la adquisición de las propias acciones o participaciones, no de los activos. Sí que se produciría una contravención de la interdicción si el objeto adquirido fueran las acciones o participaciones en autocartera -no en otro caso-, no encontrándose amparada esta última por el régimen de la fusión apalancada y resultando consecuentemente viciada de nulidad la operación.

Por el contrario, en caso de intervención de un tercero, es éste quien financia la adquisición, por lo que el régimen de la fusión apalancada resulta aplicable. Serán las diferentes cuotas a abonar por el adquirente las que

⁵³⁷ Entiende BAYONA GIMÉNEZ, R., *La prohibición de asistencia financiera*, cit., p. 273, que lo que diferencia al anticipo respecto al préstamo es la existencia de un contrato autónomo independiente de la operación de financiación, en el que una de las partes adelanta la prestación que a ésta correspondiera. VAQUERIZO ALONSO, A., *Asistencia financiera*, cit., p. 169 incide en la necesidad de existencia de una previa relación obligatoria entre las partes. Por su parte, FLORES DOÑA, M. S., *Adquisición de acciones*, cit., p. 174 considera que incluso puede suponer una condonación de deuda.

tendrán que ser incluidas en el plan económico y financiero a los efectos de determinar si se van a generar los recursos necesarios. En realidad, este caso no es sino una modalidad diferente de préstamo que podrá ser bancario o no, pero con consecuencias idénticas en relación con el precepto analizado.

VI. EL PLAZO

El art. 35 LME establece un elemento temporal en el supuesto de hecho normativo, consistente en contraído deudas “*en los tres años inmediatamente anteriores*” al momento en el que hubiese tenido lugar el procedimiento de fusión. El período establecido supone una suerte de limitación de los supuestos que dan lugar a las exigencias particulares de la normativa específica en la materia, circunscribiendo la subsunción de supuestos de hecho a aquellas operaciones en las que el endeudamiento no estuviese alejado en el tiempo. Indirectamente, ello sirve de auxilio a la hora de dilucidar la existencia o no del nexo causal entre el apalancamiento y la adquisición.

La referencia, sin embargo, requiere de un análisis pormenorizado por razones de índole diversa que tienen que ver, de un lado, con la razón de ser misma del propio período temporal, así como de su oportunidad en términos de la práctica característica de este tipo de operaciones; y, de otro, con la interpretación del término en relación con su inicio y final. Más allá, resulta imperioso tomar en consideración las consecuencias que puedan derivarse para una fusión en la que se den aparentemente las circunstancias que conducirían a la aplicación de las obligaciones informativas establecidas en el art. 35 LME, pero que por la distancia en el tiempo entre el endeudamiento y la fusión no puede ser subsumido en el supuesto de hecho normativo.

1. Significación del espacio temporal trienal: análisis de su oportunidad económica

El período temporal elegido tanto por el legislador español –no así por el italiano, que no incorpora referencia alguna en el precepto⁵³⁸–, es de tres años, lo que hace surgir una primera pregunta inmediata que tiene que ver con su oportunidad, esto es, con su adecuación con la realidad económica subyacente. Para afrontar la problemática se hace necesario entender, en primer lugar, la función normativa que se debe atribuir al plazo. En tal sentido, como ya se ha indicado, el plazo se configura como un elemento que pretende objetivar el nexo causal, estableciendo una suerte de presunción de causalidad cuando nos encontremos dentro del referido período, esto es, cuando la fusión tenga lugar antes del tercer año posterior a la contratación del endeudamiento⁵³⁹. Es necesario cuestionarse, en todo caso, si dicha presunción es *iuris tantum* o *iuris et de iure*, esto es, si el hecho de que la adquirente se endeude y dentro del período temporal establecido tenga lugar la modificación estructural necesariamente ha de dar lugar a entender que el nexo causal es una realidad sin que pueda caber prueba en contrario. A nuestro entender, como hemos sostenido en el apartado correspondiente, el

⁵³⁸ Considera, consecuentemente, ARDIZZONE, L., “Articolo 2501 bis...”, cit., p. 488, que incluso en supuestos en los que hubiese transcurrido un lapso temporal considerable, sería de aplicación la regla. Postura contraria es la de MALGUZZI, A., “La disciplina del *leveraged buy-out*...”, cit., p. 1042.

⁵³⁹ Véase en tal sentido MARTÍ MOYA, V., “El *Merger Leveraged Buy-Out* o fusión apalancada...”, cit., p. 635, quien advierte de que el plazo es lo suficientemente amplio para entender que, fuera del mismo, la probabilidad de que exista una relación entre endeudamiento y adquisición será ínfima. Por su parte, RONCERO SÁNCHEZ, A., “Fusión posterior a adquisición...”, cit., p. 750 considera que el legislador aprecia un riesgo mucho menor cuando ha transcurrido un período temporal tan extenso.

hecho de que la norma incorpore la preposición “*para*” conduce a la necesidad de dilucidar si existe una verdadera relación causal entre el endeudamiento y la adquisición, lo que impide configurar el aludido plazo como *iuris et de iure*. Así, el legislador considera que en los casos en los que la operación se encuentre en el período temporal explicitado, la probabilidad de que exista una relación entre ambos elementos es mayor, razón por la cual la carga de la prueba sobre la inexistencia de una vinculación en tal sentido se atribuye a quien lleva a cabo la operación.

De esta manera, cuando la operación tiene lugar fuera del plazo indicado, la referida vinculación no parece ser probable. Sobre la posibilidad de que, no obstante, exista una relación pese a que hubiese transcurrido el término se volverá en un epígrafe posterior. Compete, sin embargo, plantearse la razón de ser de la fijación del plazo específicamente en tres años, lo que podría ser considerado teniendo en cuenta un posible escalonamiento de los supuestos que tuviese en cuenta en mayor medida la antedicha probabilidad de vinculación. No habiéndose establecido tal, pareciera que la determinación del plazo ha constituido una decisión, hasta cierto punto discrecional⁵⁴⁰, que no tenía por objeto sino evitar cualquier posibilidad indirecta de evitar la subsunción de determinadas operaciones en el precepto. Máxime si se tiene en cuenta que dicha discrecionalidad adquiere un cariz ciertamente extremo, toda vez que las financiaciones habituales de este tipo de adquisiciones apalancadas, como sugiere algún autor⁵⁴¹, tienen un plazo de vencimiento

⁵⁴⁰ LÓPEZ MATEO, M. A., “Asistencia financiera...”, cit., p. 845-846 sostiene tal postura, pero entiende que no cabe interpretación que vaya más allá en el sentido de objetivar el nexo causal. Entiende, a su vez, que, *de lege ferenda*, cabría alguna consideración crítica sobre su extensión.

⁵⁴¹ De este modo, YUSTE DE AYALA, G., “El impacto de la Ley 3/2009...”, cit., p. 39 advierte de que el plazo establecido generalmente como máximo suele ser de dieciocho meses, lo que supone la mitad del plazo trienal establecido en el precepto.

mucho menor. Quizá, por ello, hubiese sido más adecuado un planteamiento más próximo al italiano, en el que, al no establecer un plazo, parece dejarse la determinación de la existencia de un nexo causal al juego de los indicios y de los elementos probatorios aportados por las partes⁵⁴². Para el demandante, ello revestiría la dificultad añadida de tener que traer a colación en un proceso judicial posterior argumentos lo suficientemente convincentes. Sin embargo, ciertamente resultaría más realista que la configuración propia de la norma patria.

2. *El dies a quo*: El endeudamiento

Concluidas las anteriores consideraciones, complete ahora realizar el correspondiente análisis doctrinal de las particularidades del plazo establecido en el art. 35 LME y, concretamente, delimitar su inicio y final en orden a aportar luz en relación con la concreta aplicación del precepto objeto de análisis. Cabe decir, en primer lugar, que el tenor literal del mismo indica que nos encontraremos en el supuesto de hecho normativo siempre que el endeudamiento se hubiese contraído “*en los tres años inmediatamente anteriores*”, de lo que se deduce que el período temporal al que alude el legislador tiene en cuenta como elemento esencial el de la misma fusión, siendo la modificación estructural que constituye la especialidad de la

⁵⁴² La razón de la diferenciación entre los preceptos de ambos ordenamientos podría tener razones muy diferentes. Si atendiésemos a la postura que, entre los autores italianos (por todos, paradigmáticamente, SPOLIDORO, M. S., “Fusioni pericolose...”, cit. en su integridad), más aboga por una comprensión de la licitud de los LBOs incluso con anterioridad a la entrada en vigor del art. 2501 bis Cc, habida cuenta de que el art. 2358 del mismo cuerpo normativo no contiene una cláusula de cierre como sí ocurre con los arts. 150 y 143.2 TRLSC, y entendiendo, en opinión de estos autores, que no existiría fraude de ley alguno, la disciplina de la fusión apalancada tan sólo tendría una función de tutela frente a determinados riesgos y no de enervación de la prohibición de asistencia financiera. La cautela, entonces, debería ser menor y no exigiría un sistema de presunción *iuris tantum* que diera lugar a una inversión de la carga de la prueba como en el caso español.

operación el hito relevante. Así, el plazo, como ha sostenido algún autor debe ser contado retroactivamente o “*hacia atrás*”⁵⁴³, lo que, por lo demás, es común a los establecidos en algún otro precepto de la LME⁵⁴⁴. Podría entenderse, así, que en la determinación del cómputo del plazo procedería invertir la lógica habitual, indicando que el *dies a quo* lo constituiría el momento final del plazo, a partir del cual se contaría hacia atrás el término establecido para llegar al momento inicial, que representaría el *dies ad quem*. No parece que éste deba ser, por el contrario, el criterio a seguir, puesto que, en última instancia, pese a que la forma de contar el término sea retroactiva, la cronología de la operación tiene lugar hacia adelante, debiendo producirse, necesariamente, como se ha sostenido, tanto el endeudamiento como la adquisición con anterioridad a la fusión.

Establecida así la estructura que permite la delimitación del cómputo del plazo, compete inmediatamente cuestionarse sobre el inicio y el final del mismo. Por lo que respecta al primero, el *dies a quo* debe ser, siguiendo el

⁵⁴³ Ésta es la opinión de EMBID IRUJO, J. M., “En torno al art. 35 de la ley de modificaciones estructurales...”, cit., p. 101-102, quien alude a la lógica sistemática del precepto, razón última de la indicada consideración de la fusión como elemento sobre el que pivota la idea del plazo. Trae a colación el que probablemente es el único trabajo sobre plazos retroactivos existente en nuestra doctrina, MAJEM SEÑA, J., “Los plazos de cuenta atrás en la Ley de 17 de julio de 1951 sobre régimen jurídico de las sociedades anónimas”, en AA.VV., *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al profesor Antonio Polo*, Madrid, EDERSA, 1981, pp. 475-492, quien tras exponer la teoría general imperante entre plazos civiles y judiciales, destacando que en el Derecho de Sociedades Anónimas, salvo el de impugnación de acuerdos sociales, son del primer tipo (p. 478), analiza diversos supuestos, singularmente los referidos a la presentación de la documentación acreditativa para que el accionista esté legitimado a asistir a la Junta General, así como el del órgano de administración para poner a disposición de los accionistas los documentos contables objeto de examen por parte de los accionistas. Este tipo de plazos, sin embargo, incluyen días, no años, como es el caso en el vigente art. 35 LME. Sobre los plazos anuales, para el caso de que se cuenten hacia adelante, establece que deberán ser calculados de fecha a fecha, tal y como dispone el art. 5 CC, con la salvedad, indica MAJEM SEÑA, J., “Los plazos de cuenta atrás...” , cit., p. 478 –con la que disintimos– de que se deberá restar un día en caso de año bisiesto.

⁵⁴⁴ Paradigmática resulta la referencia al balance de ejercicio y al balance de elaboración *ad hoc* contenida en el art. 36 LME.

tenor literal del precepto, el momento en que se hubiesen “*contraído deudas*”. Por razones sistemáticas, el plazo incorporado por el legislador no alude a la adquisición⁵⁴⁵, sino al origen del riesgo y de la posible vulneración de la prohibición de asistencia financiera, como es la existencia de un endeudamiento que, en su caso, será garantizado de manera genérica por efecto de la confusión de patrimonios derivada de la modificación estructural en cuestión. Se plantea, no obstante, cuál es el exacto momento al que se refiere el art. 35 LME cuando alude al hecho de contraer deudas. La literalidad de la norma parece indicar que será la contratación de las mismas⁵⁴⁶ y no la efectiva recepción del líquido⁵⁴⁷. En tal sentido, si existiese una separación en el tiempo entre la perfección y la consumación del negocio de financiación, el momento inicial del plazo a los efectos de la aplicación del régimen de la fusión apalancada lo constituiría por necesidad la mera perfección. Una exégesis de este tipo bien se cohonestaría con la lógica de la generación de una posible vulneración de la prohibición de asistencia financiera, puesto que el surgimiento de la obligación de devolución del líquido no surge desde el momento en el que el contrato se consuma, esto es, desde que el prestamista

⁵⁴⁵ Advierte LÓPEZ MATEO, M. A., “Asistencia financiera...”, cit., p. 847 de la relevancia que la adquisición pudiera tener en caso de que nos encontráramos ante una adquisición con pago aplazado (p. 847). También realizan consideraciones, en tono esencialmente interrogativo, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J./ FERNÁNDEZ TORRES, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso...”, cit., p. 115. En realidad, lo que ocurriría en este caso sería que la adquisición sería, a su vez, inicio del endeudamiento, razón por la cual procedería la consideración del inicio del cómputo desde la adquisición. En cualquier caso, sin embargo, lo relevante, como advierte el tenor literal, es el endeudamiento en sí mismo y no la adquisición como tal.

⁵⁴⁶ En contra, ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera...”, cit., p. 140; GRIMA FERRADA, J., “La compraventa apalancada de sociedades...”, cit., p. 360.

⁵⁴⁷ Así lo han entendido también la doctrina mayoritaria. En tal sentido, RONCERO SÁNCHEZ, A., “Fusión posterior a adquisición...”, cit., p. 751; EMBID IRUJO, J. M., “En torno al art. 35 de la ley de modificaciones estructurales...”, cit., p. 101; YUSTE DE AYALA, G., “El impacto de la Ley 3/2009...”, cit., p. 39; MARTÍ MOYA, V., “El *Merger Leveraged Buy-Out* o fusión apalancada...”, cit., p. 635.

entrega la cuantía pecuniaria al prestatario, sino desde que el contrato es perfecto.

Con todo, surge la problemática de la naturaleza del contrato de préstamo, puesto que si se atiende a la genérica concepción del mismo por parte de la doctrina civilista⁵⁴⁸, aquélla sería real, lo que implicaría la inexistencia de separación entre perfección y consumación, siendo desplazada la primera hasta el momento de la entrega efectiva del líquido⁵⁴⁹. Sin embargo, los autores⁵⁵⁰ han entendido mayoritariamente que el préstamo bancario supondría una especialidad respecto del genérico negocio, puesto que existiría un previo concurso de oferta y aceptación entre el prestamista y el cliente, dando lugar a una perfección que constituiría un momento de surgimiento de obligaciones irremediamente previo a la efectiva entrega. A los efectos del art. 35 LME, el momento relevante sería el primero, siendo este planteamiento igualmente aplicable al resto de negocios de financiación

⁵⁴⁸ Véase el comentario de DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, L., *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial*, 1ª Ed., vol. 4, Cizur Menor, Aranzadi, 2010, pp. 553-554, quien tras advertir de la tradicional configuración, propia de la más autorizada doctrina civilista a lo largo del siglo XX, como real del préstamo, advierte de la posibilidad de entendimiento del mismo como consensual, lo que requeriría, en todo caso, que junto a la obligación de restitución del prestatario, existiese una previa de concesión de la cantidad pecuniaria pactada por parte del prestamista.

⁵⁴⁹ Punto de vista sugerido por LÓPEZ MATEO, M. A., “Asistencia financiera...”, cit., p. 846.

⁵⁵⁰ Así, ZUNZUNEGUI PASTOR, F., *Derecho del mercado financiero*, cit., pp. 488-489, quien entiende que pese a que la doctrina civilista califica al préstamo como prototipo de contrato de naturaleza real, lo cierto es que en la práctica bancaria, la concesión del líquido tiene lugar con posterioridad a un pacto previamente existente que ya obliga a las partes y que supone la perfección del negocio. En similares términos, AÑOVEROS TRÍAS DE BES, X., “El préstamo bancario”, en AÑOVEROS TRÍAS DE BES, X./ TUSQUETS TRÍAS DE BES, F./ SASTRE PAPIOL, S., *Las entidades de crédito y sus operaciones. Las operaciones bancarias de activo*, en OLIVENCIA RUIZ, M./ FERNÁNDEZ-NÓVOA RODRÍGUEZ, C./ JIMÉNEZ DE PARGA Y CABRERA, R. (Dirs.)/ JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. (Coord.), *Tratado de Derecho Mercantil*, Madrid, Marcial Pons, 2007, pp. 25-170, para quien el elemento esencial es la consideración de la entrega de la cantidad dineraria por parte del prestamista como efecto del contrato y no en tanto “*acto constitutivo*” (p. 38).

considerados en las páginas previas. Especialmente gráfico resulta el caso de la apertura de crédito, en la que el efectivo uso de los fondos disponibles supone una decisión que sólo atañe al prestatario, existiendo la disponibilidad de los mismos y aún la obligación para el prestamista anteriormente.

De relevancia es la problemática que surge en supuestos de negocios de financiación sometidos a algún tipo de condición, como es, paradigmáticamente en estos casos, el de realizar una fusión posterior a la adquisición. No parece que tenga lógica alguna esperar a que la condición se cumpla para iniciar el cómputo, puesto que ello daría lugar a la inexistencia de plazo, toda vez que la fusión sería, al tiempo, *dies a quo* y *dies ad quem*. Parece que, en general, la posición ha de ser la de seguir entendiendo como inicio el momento de contratación de la financiación, ya que, en todo caso, cumplida la condición, se entenderá que la obligación atinente al prestamista surgió desde la perfección y no desde el cumplimiento de la condición⁵⁵¹.

3. El *dies ad quem*

Por lo que se refiere al *dies ad quem* o momento final del plazo establecido por la norma analizada, la cuestión resulta más controvertida, toda vez que podrían considerarse diversos estadios de la fusión en los que aquél pudiera tener lugar. El tenor literal del art. 35 LME no arroja luz sobre la cuestión, ya que sólo indica que las reglas específicas en materia de obligaciones informativas serán de aplicación “*en caso de fusión*”. De este modo, tan sólo cabe dilucidar la cuestión planteándose como posibilidades los diferentes momentos del procedimiento de fusión y, de manera concreta, el proyecto, el acuerdo adoptado por la Junta General y la inscripción de la modificación

⁵⁵¹ En este sentido, YUSTE DE AYALA, G., “El impacto de la Ley 3/2009...”, cit., p. 40. En contra, LÓPEZ MATEO, M. A., “Asistencia financiera...”, cit., pp. 847-848.

estructural en el Registro Mercantil. Mayoritariamente, la doctrina se ha decantado por la primera opción, que será, por ser previa cronológicamente, la primera posibilidad en ser analizada, para luego considerar la oportunidad de las otras dos.

3.1. *El proyecto de fusión*

La posición doctrinal mayoritaria ha sido la de considerar el momento del proyecto de fusión como el elemento determinante para el cómputo del plazo, constituyéndose en *dies ad quem*⁵⁵². Los argumentos que podrían aducirse para llegar a tal conclusión son de diversa índole, fundamentalmente sistemática legal y de la lógica de la operación. Por lo que se refiere a los primeros, pudiera argüirse que el régimen especial de la fusión apalancada se encuentra regulado en el art. 35 LME, siendo éste uno de los preceptos que integran la Sección II del Capítulo I del Título II del cuerpo legal al que pertenece. Esta sección está dedicada al proyecto de fusión, por lo que pareciera que las consideraciones realizadas en los arts. 30 a 35 LME integrarían el contenido del proyecto o se encontrarían íntimamente relacionadas con el mismo. Así, los arts. 30 a 32 LME se refieren a la obligación de preparación del proyecto a la publicidad requerida, así como a los contenidos mínimos que han de incluirse en él, mientras que los arts. 33 a 34 LME aluden a los documentos que deben acompañar al proyecto, como

⁵⁵² Así lo sostienen de manera más o menos indubitada RONCERO SÁNCHEZ, A., “Fusión posterior a adquisición...”, cit., p. 751; EMBID IRUJO, J. M., “En torno al art. 35 de la ley de modificaciones estructurales...”, cit., p. 101; MARTÍ MOYA, V., “El *Merger Leveraged Buy-Out* o fusión apalancada...”, cit., p. 636; LÓPEZ MATEO, M. A., “Asistencia financiera...”, cit., p. 849; YUSTE DE AYALA, G., “El impacto de la Ley 3/2009...”, cit., p. 40; GRIMA FERRADA, J., “La compraventa apalancada de sociedades...”, cit., p. 360; ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera...”, cit., p. 140.

son el informe de administradores y el elaborado por el experto independiente designado a tal efecto.

Ciertamente, el art. 35 LME describe las particularidades o añadiduras que dichos documentos deben contener en los casos en los que la modificación estructural en cuestión no sea una fusión común, sino que contenga los elementos característicos de las operaciones apalancadas. Pero dicha relación no puede ser entendida como elemento interpretador de la totalidad de las cuestiones que surgen en el proceso de exégesis del precepto, sino tan sólo, precisamente, en lo tocante al hecho de que formula obligaciones informativas añadidas. La cuestión que aquí se pretende dilucidar es de cómputo del plazo y no de otra índole.

Se ha tenido en cuenta, por otro lado, que si las obligaciones informativas han de ser tenidas en cuenta en el proyecto de fusión, en el informe de administradores y en el informe de experto independiente, lo lógico es que el momento determinante sea el del primero de los documentos, puesto que no resultaría comprensible una previsión por parte de los sujetos obligados – esencialmente, los administradores– de una futura adopción del acuerdo y posterior inscripción⁵⁵³. Sin embargo, es una realidad que el art. 30.3 LME advierte de que el proyecto de fusión quedará sin efecto si el acuerdo no fuera tomado en el plazo de seis meses⁵⁵⁴, lo que permite a los administradores advertir que, a más tardar, la aprobación por la Junta General deberá tener lugar al término de dicho plazo, lo que, unido a los períodos temporales mínimos establecidos en la legislación societaria para la convocatoria del

⁵⁵³ Postura patrocinada por YUSTE DE AYALA, G., “El impacto de la Ley 3/2009...”, cit., p. 40, quien sostiene que resultaría complicado para el administrador determinar el momento concreto en que la modificación estructural vaya a tener lugar.

⁵⁵⁴ Sobre la cuestión del plazo de seis meses referido, véase ampliamente las consideraciones de MARTÍ MOYA, V., *El procedimiento de fusión de las sociedades mercantiles: preparación, adopción e impugnación del acuerdo*, Granada, Comares, 2010, p. 126.

órgano deliberante (art. 40.2 LME), permite que se tenga una intuición bastante certera del momento en el que se va a producir el acuerdo de fusión.

Finalmente, se sostiene que desde el momento del proyecto de fusión, la modificación estructural vendría a estar encauzada⁵⁵⁵, exigiendo cierta actividad por parte de los administradores, lo que podría ser considerado como el inicio del procedimiento. Sin embargo, no es menos cierto que tampoco existe garantía alguna de que la fusión vaya a tener lugar finalmente, pudiendo ocurrir, de un lado, que no se llegue a convocar la Junta General en tiempo o, de otro, que como consecuencia de las modificaciones oportunas al proyecto o de su diametral rechazo (art. 40 LME), no se adopte el acuerdo⁵⁵⁶.

Las consideraciones traídas a colación aconsejan, consecuentemente, cuanto menos cuestionar la posición mayoritaria en torno a la determinación del *dies ad quem*. Sin solución de continuidad, compete seguidamente indagar si otras fechas resultan más apropiadas desde un punto de vista lógico y sistemático. El resultado que arroje el análisis permitirá determinar la solución exegética más oportuna.

⁵⁵⁵ Así, LÓPEZ MATEO, M. A., “Asistencia financiera...”, cit., p. 849; MARTÍ MOYA, V., “El *Merger Leveraged Buy-Out* o fusión apalancada...”, cit., p. 636; GRIMA FERRADA, J., “La compraventa apalancada de sociedades...”, cit., p. 360; SERRANO ACITORES, A., *Leveraged Buyouts*, cit., p. 387.

⁵⁵⁶ Advierte LARGO GIL, R., *La fusión de sociedades mercantiles*, cit., pp. 261-264 de la íntima relación entre los informes de administradores y de experto independiente en relación con el proyecto de fusión, configurados todos ellos como elementos previos al acuerdo, de manera que se instituyen en medios previos de tutela del socio. Esta configuración bien puede dar a entender que el elemento central de la fusión no es el proyecto, sino el acuerdo, por lo que, en último término, el punto determinante que define la modificación estructural en cuestión debe ser este último.

3.2. *El acuerdo de fusión y la inscripción en el Registro Mercantil*

La segunda fecha que, por el hito que constituye dentro del procedimiento de fusión, permite ser tenida en cuenta a los efectos del estudio que se realiza, es el acuerdo por el que la Junta General adopta la referida modificación estructural. El mismo, sin embargo, no se ha concebido como posibilidad en la doctrina, habiendo sido la alternativa al mismo generalmente la inscripción en el Registro Mercantil por ser, según el tenor literal del art. 46 LME, el momento en el que la modificación estructural despliega sus efectos. El motivo del rechazo de esta última opción por los autores ha tenido su razón de ser, esencialmente, en los argumentos expuestos en el apartado precedente y, de manera especial, en la imposibilidad de calibrar la necesidad de aplicación de las reglas del art. 35 LME debido al carácter futuro del acuerdo y posterior inscripción en el Registro Mercantil. Considerados críticamente los posicionamientos mayoritarios, es necesario dilucidar cuál de los otros dos momentos resulta más adecuado.

A primera vista, el hecho de que el art. 46 LME establezca que la fusión despliegue sus efectos tan sólo tras la inscripción en el Registro Mercantil podría dar lugar a entender que debería ser éste el punto crítico. Sin embargo, ha de considerarse que dichos efectos han de ser comprendidos como frente a terceros, lo que no impide que, previamente, mediante el acuerdo, existan efectos *inter partes* que obliguen tanto a las sociedades intervinientes⁵⁵⁷,

⁵⁵⁷ En este sentido puede hacerse alusión a las consideraciones de MARTÍ MOYA, V., *El procedimiento de fusión de las sociedades mercantiles*, cit., pp. 250-251, quien, siguiendo su tesis propicia a otorgar un valor de perfección al acuerdo, entiende que la elevación a público y posterior inscripción en el Registro Mercantil tan sólo otorgaría efectos frente a terceros. En términos similares, para otra modificación estructural cuya configuración legislativa, y pese a sus naturales diferencias, ha corrido pareja a la de la fusión, puede verse CERDÁ

como, indirectamente, a los socios de las mismas. Si atendemos al tenor literal del art. 35 LME, que se refiere genéricamente a la fusión, cabe entender que el precepto alude a la efectiva existencia de la misma, esto es, a su perfección⁵⁵⁸, que tiene lugar cuando se produce el acuerdo de conformidad con lo establecido en el art. 40 del mismo cuerpo legal.

A este planteamiento cabría oponer, sin embargo, el hecho de que, si existe una vinculación para los socios, no la hay para los acreedores en los mismos términos, puesto que a aquéllos cuyo crédito hubiese nacido con anterioridad a la publicación del proyecto en la página *web* o su depósito en el Registro Mercantil –o, en caso de comunicación individual, la fecha del acuerdo o la de comunicación al acreedor– no les sería oponible el acuerdo sino una vez elevado a público e inscrito en los términos del art. 46 LME. Sin embargo, precisamente el derecho de oposición reconocido en el art. 44 LME⁵⁵⁹ contiene un elemento suspensivo en el apartado tercero del precepto que impide la adopción del acuerdo de fusión en caso de que los acreedores hubiesen ejercido el consabido derecho. De tal manera, con la salvedad del supuesto del apartado cuarto del art. 44 LME, en el que se produciría la fusión sin atender al referido derecho, al producirse el acuerdo existirá una cierta

ALBERO, F., *Escisión de la sociedad anónima*, Valencia, Tirant Lo Blanch, 1993, pp. 299-300, donde se refiere explícitamente a los efectos *inter partes*, además de al hecho de que el acuerdo de cada una de las Juntas Generales de las sociedades intervinientes obliga a cada una de las sociedades individualmente, con independencia del hecho de que se hayan producido ya los acuerdos del resto de ellas. Por su parte, OLEO BANET, F., *La escisión de la sociedad anónima*, Madrid, Civitas, 1995, p. 215 otorga carácter de perfección al acuerdo. GUASCH MARTORELL, R., *La escisión de sociedades en el derecho español: la tutela de los intereses de socios y acreedores*, Madrid, Civitas, 1993, pp. 245 y ss.

⁵⁵⁸ Por otro lado, también se utilizó la perfección, en aquel caso, del negocio de financiación, como determinante del *dies a quo*.

⁵⁵⁹ Por lo demás, probablemente innecesario en los casos en los que no se produce una reducción de capital, como bien advierte MARTÍ MOYA, V., *El procedimiento de fusión de las sociedades mercantiles*, *cit.*, pp. 239-240.

anuencia de los acreedores. De este modo, los principales destinatarios de la tutela dispensada por el régimen especial del art. 35 LME –socios minoritarios y acreedores– encontrarían la oportuna protección al considerar como *dies ad quem* el instante en que se adopte el acuerdo de fusión.

4. Implicaciones para los supuestos en los que el endeudamiento se contraiga antes del período de tres años

Cabe concluir las consideraciones realizadas en los apartados previos en torno al plazo aludiendo a las implicaciones que puede tener el establecimiento de éste en relación con aquellos supuestos que se den en la realidad económica en los que se observen el resto de elementos del concepto legal de fusión apalancada del art. 35 LME, pero en los que, sin embargo, el período temporal existente entre el endeudamiento y la fusión sea superior a los tres años. En tales casos, cabe plantear una cuestión esencial, como es el régimen que debe recibir la operación, a saber, si se produce una vulneración de la prohibición de asistencia financiera, de un lado, y las implicaciones que de lo anterior se derivan, de otro.

Un sector doctrinal⁵⁶⁰, al que nos adherimos, ha entendido que la operación de fusión apalancada, entendida según el concepto legal establecido en el art. 35 LME y, consecuentemente, en la que fueran apreciables todas las características propias de este tipo de modificación estructural, recibiría un tratamiento que *per se* supondría una enervación de la prohibición de asistencia financiera. Nos encontramos, en todo caso, ante un supuesto en el que, por las bondades reorganizativas que se puedan derivar del negocio, el legislador convalida la operación que, bajo la aplicación

⁵⁶⁰ Un planteamiento de estas características el seguido por LÓPEZ MATEO, M. A., “Asistencia financiera...”, cit., pp. 842-843.

estricta de las normas sobre interdicción de auxilio financiero, quedaría impedida. Por consiguiente, una modificación estructural en la que, con carácter previo, se produzca un determinado endeudamiento y una toma de control o adquisición de los activos más relevantes, se considerará perfectamente lícita y, sin embargo, no se exigirán las obligaciones informativas adicionales propias del régimen establecido en el precepto analizado⁵⁶¹.

Cabe atender, por lo demás, a las implicaciones de la preposición “*para*” en este tipo de casos. Pudiera considerarse que el tenor de la norma tan sólo supusiera una inversión de la presunción en relación con los supuestos en los que sí que hubiese un período temporal inferior a las tres anualidades. Siguiendo dicho punto de vista, en principio no serían aplicables las indicadas obligaciones informativas añadidas, pero en caso de que se probara el nexo causal, cuya carga correspondería a la posible parte demandante, sí que nos encontraríamos ante un supuesto propiamente de aplicación de las reglas del art. 35 LME. Sin embargo, entendemos que esta posición no puede ser sostenida, puesto que iría contra el propio tenor literal, que parece establecer los requisitos de manera cumulativa, de forma que exigiría la existencia de un nexo causal entre endeudamiento y adquisición y, al tiempo, un período de plazo máximo de tres años entre el primero y la modificación estructural analizada.

⁵⁶¹ GRIMA FERRADA, J., “La compraventa apalancada de sociedades...”, cit., p. 361 sostiene la opinión contraria partiendo del debate general sobre la vulneración de la prohibición de asistencia financiera en los casos de fusiones apalancadas. En opinión del autor, el transcurso del plazo no debe necesariamente suponer la inexistencia de afectación alguna de la interdicción. Tal posición, sin embargo, además de afectar la seguridad jurídica, como el propio autor reconoce, supone considerar que el hecho de que el precepto contenga un plazo no tiene verdaderamente implicación alguna.

Similar consideración merece la posible comprensión de la operación en cuestión como supuesto de vulneración de la prohibición de asistencia financiera. Por no tratarse de un supuesto delimitado por el art. 35 LME, podría entenderse que al no caber la enervación, se encontraría prohibido. La lógica de la operación y la sistemática legal, sin embargo, parecen aconsejar lo contrario, esto es, una interpretación restrictiva. Y es que el legislador, al incluir un plazo, indirectamente ha considerado que cuando el período temporal entre el endeudamiento y la fusión excede de un determinado término, no hay una relación entre la contratación de deudas y la compraventa y, por tanto, el posible efecto de garantía genérica de la fusión no tiene lugar⁵⁶².

VII. LA FUSIÓN

El último –o primer– y principal elemento del supuesto de hecho normativo del art. 35 LME lo constituye propiamente la fusión, que aquí se considera en último lugar por tratarse del elemento final de la operación apalancada que da lugar a la aplicación de las reglas específicas de la disciplina. Pese a la inexistencia de una referencia específica, que sí que se encuentra en el texto normativo del precepto homónimo italiano, ésta vendría a suponer la garantía genérica que, particularmente en el Derecho español, se configuraría como supuesto de asistencia financiera prohibida en los arts. 150 y 143.2 TRLSC como consecuencia, al menos, de la aplicación de la cláusula general contenida en ambos preceptos. Dicho planteamiento tiene implicaciones divergentes según el tipo de fusión ante el que nos encontremos

⁵⁶² Para LÓPEZ MATEO, M. A., “Asistencia financiera...”, cit., p. 843, la norma sobre fusiones apalancadas constituiría una suerte de regla especial que enervaría la prohibición de asistencia financiera en todo caso, independientemente del momento concreto en el que se produjera la operación de modificación estructural.

y, en concreto, dependiendo, por un lado, del número de sociedades que intervengan en la misma, y, de otro, en atención a la configuración de la modificación estructural, si tiene lugar como fusión por creación de nueva sociedad o si, por el contrario, se produce a través de una absorción.

Por otro lado, resulta relevante prestar atención a supuestos particulares de fusión que, bien como consecuencia de su específica referencia en el art. 35 LME, bien por su carácter simplificado en determinados preceptos del cuerpo normativo en el que se encuentran reguladas estas operaciones, requieren una atención particular. Finalmente, no pueden dejar de ser considerados determinados aspectos vinculados a las posibles implicaciones del régimen de la fusión apalancada para otras modificaciones estructurales distintas de la que principalmente nos ocupa.

1. Supuesto general

El art. 35 LME establece que el régimen contenido en el precepto será de aplicación a aquellas operaciones en las que tenga lugar una “*fusión entre dos o más sociedades*”, siendo necesario, consecuentemente, diferenciar entre ambos supuestos. La configuración económica prototípica es aquella en la que intervienen dos compañías, tratándose en caso contrario de una configuración societaria poliédrica en la que, no obstante, se produce también el efecto de traslado del coste de la deuda al menos a una de las sociedades participantes, razón por la cual –se entiende– el legislador ha optado por incluir una referencia explícita sobre el particular. No es el caso de la norma del ordenamiento transalpino, que tan sólo se refiere a aquella fusión en la cual, de las sociedades intervinientes “*una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra*”. Al hacer referencia a la adquisición de

una respecto de otra, parece que se debe entender que el precepto tan sólo alude a la fusión entre dos sociedades, siendo la posible extensión de la regla a supuestos con más de dos sociedades una cuestión a resolver.

1.1. De dos sociedades

La fusión apalancada en la que intervengan dos sociedades tiene un único resultado en todo caso, como es la permanencia de una sola compañía, pudiendo ser ésta de nueva creación o, por el contrario, una de las participantes –cuando se produce una absorción–. La idea de concentración patrimonial⁵⁶³ inherente a esta modificación estructural constituye el elemento esencial de la presente consideración, habida cuenta de que el aspecto que requiere atención es precisamente la relación que se establece entre una determinada masa patrimonial y una deuda concreta que ha de ser repagada, con los riesgos económicos que en la situación descrita se originan. La interpretación del tenor literal del supuesto de hecho normativo no encuentra dificultades, dado que el concepto de fusión que baraja el precepto debe corresponderse necesariamente, por razones de sistemática legal, con el que se desprende del art. 22 LME. Sin embargo, las particularidades de cada uno de los escenarios evidenciados requieren el correspondiente análisis, siquiera en punto a determinar la adecuación de la norma en relación con los diversos supuestos.

⁵⁶³ Véase en líneas generales la exposición de PÉREZ TROYA, A., *La tutela del accionista en la fusión de sociedades*, Madrid, Civitas, 1998, pp. 32-34, quien advierte de las diferencias que se producen en este sentido entre el régimen patrio y las tendencias desnaturalizadoras propias del Derecho norteamericano, en cuya regulación la función económica última de integración patrimonial no siempre se produce. MONTALENTI, P., *Il Leveraged*, cit., p. 113 incide en el aspecto de la concentración que se produce como consecuencia de la fusión dentro de su argumentación sobre la existencia de un fraude de ley producido en relación con la prohibición de asistencia financiera.

En primer lugar, si la fusión apalancada tiene como resultado una sociedad de nueva creación, queda extinguida tanto la personalidad jurídica de la adquirente como de la *target*. La justificación de la aplicabilidad de la regla contenida en el art. 35 LME, que desde un punto de vista de la configuración estricta del mismo precepto no plantea dudas, se cuestiona en lo concerniente a la idea sostenida según la cual el régimen específico constituiría una *lex specialis* que tendría por objeto enervar la prohibición de asistencia financiera. Si la operación de fusión es, como tal, la que ha de ser entendida como forma de asistencia financiera en el sentido de la cláusula general establecida en los preceptos reguladores de su interdicción y, sin embargo, a resultas de la anterior, la sociedad que prestaría el indicado auxilio –*target*– se extingue, no se apreciaría el elemento subjetivo del supuesto normativo de la prohibición. Lo mismo ocurriría en la fusión por absorción en la que la absorbente fuese la adquirente, ya que igualmente se extinguiría la personalidad jurídica de la sociedad objetivo⁵⁶⁴.

Sin embargo, es una realidad que la fusión supone la transmisión en bloque, como consecuencia de la sucesión universal, de la totalidad de los activos y pasivos de la sociedad que se extingue, lo que lleva aparejado, a su vez, la adquisición, por parte de los socios de aquélla, de la condición de tales en la nueva, así como el mantenimiento de los acreedores que existiesen con anterioridad a la operación de apalancamiento. El riesgo que pudiera derivarse para unos y otros en caso de que un posible endeudamiento excesivo condujese a la insolvencia se produce en todo caso si se atiende la cuestión desde una perspectiva teleológica. Similar argumentación puede traerse a

⁵⁶⁴ Tal es la opinión de AURIOLAS MARTÍN, A., “Los *leveraged buy-outs* y su integración...”, cit., p. 678.

colación en lo relativo a los posibles abusos de administradores, lo que parece dar a entender que la postura doctrinal contraria sería meramente nominalista.

En segundo lugar, por lo que se refiere a aquellas fusiones apalancadas por absorción en las que la absorbente sea la propia sociedad objetivo⁵⁶⁵, la situación no requiere siquiera las consideraciones previas, dado que la compañía que se extingue no es la adquirente, sino la que constituye el objeto de adquisición. En tal sentido, sería esta última la que mantendría su personalidad jurídica, no siendo posible una argumentación en sentido divergente. Sin embargo, esta realidad permite una ulterior puntualización, y es que si el resultado de la fusión es económicamente equiparable en cualquiera de los tres supuestos, no parece lógico realizar diferenciación alguna en su regulación. Consecuentemente, la aplicación de las reglas propias del régimen del art. 35 LME parece plenamente justificado en cualquiera de los casos mencionados.

1.2. De más de dos sociedades

La referencia contenida en el tenor literal del art. 35 LME relativa a la aplicabilidad de la regla específica, incluso en el supuesto en el que en la

⁵⁶⁵ Téngase en cuenta el supuesto fáctico de la sentencia del Tribunale di Milano, 13 maggio 1999 (Pres. est. Tarantola – Bruni Pio c. Trenno s.p.a.), comentada por SPOLIDORO, M. S., “Incorporazione della controlante nella controllata e “leveraged buy out””, *Le Società*, núm. 1, 2000, pp. 75-90, así como las consideraciones de DE ANGELIS, L., “Le operazioni di trasformazione, fusione e scissione nella legge delega per la riforma del diritto societario”, *Riv. Soc.*, núm. 1, 2002, pp. 41-77, quien advierte de las complejidades que incorpora este tipo de fusión (p. 66-68). También, BERNONI, G./ COLACICCO, M., “I leveraged buy-out realizzati mediante un’ operazione di fusione inversa”, *Riv. Dott. Comm.*, núm. 2, 1996, pp. 273-281, quienes sostienen, a través del correspondiente ejemplo contable, que esta operación produciría en todo caso una violación de la prohibición de asistencia financiera del art. 2358 Cc. En términos generales, véase MANZINI, G., “La fusione c. d. inversa, ossia l’incorporazione della controlante nella controllata”, *Contr. Imp.*, núm. 2, 2000, pp. 850-873, quien se refiere a los supuestos de fusiones apalancadas en relación con el posible problema de fraude de ley vinculado a la aplicación del art. 2358 Cc (pp. 870-873).

fusión intervengan más de dos sociedades, requiere de un análisis específico por plantear algunas cuestiones interpretativas particulares. Cabe interrogarse, en primer lugar, sobre la razón de ser de la indicada inclusión normativa, cuya respuesta parece descansar en una explicación con vocación puramente casuística. Si se observa la configuración del supuesto de hecho normativo, puede advertirse cómo, con independencia de que en el tenor literal se hiciese específica mención al caso de participación de más de dos sociedades, la fusión quedaría en todo caso sujeta al régimen especial del art. 35 LME por razones de sistemática legal. Así, si el precepto, como ocurre en la norma italiana, meramente aludiese a una fusión posterior (“*a seguito*”), ello no impediría la subsunción de aquellas operaciones en las que interviniesen más de dos compañías, puesto que en todo caso se produciría una fusión en la que interviniesen la adquirente y la *target*. A mayor abundamiento, desde un punto de vista teleológico, el efecto que se produce con tal modificación estructural es el mismo en los supuestos aquí considerados, dado que en todo caso, se traslada coste de la deuda a la sociedad adquirida⁵⁶⁶.

Lo anterior tiene dos implicaciones inmediatas, que tienen que ver con la configuración normativa elegida por ambos ordenamientos. En cierto sentido, el legislador español habría sido redundante o tal vez pretendidamente clarificador, buscando evitar cualquier resquicio o intento de evadir las obligaciones informativas añadidas del art. 35 LME a través de la ingeniería societaria. Inversamente, el texto italiano contiene una referencia más

⁵⁶⁶ Es de notar, sin embargo, que la participación de otras sociedades puede dar lugar a una existencia de un mayor número de activos, que servirían, en su caso, para reducir el riesgo económico que pesara sobre la sociedad objetivo. Sin embargo, al mismo tiempo podría suponer la inclusión en el pasivo de la sociedad resultante de mayores deudas contraídas con carácter previo por la originaria *tercera* sociedad.

general, de la cual, como se advertía con anterioridad, puede colegirse la estructura simple –de dos sociedades–, habida cuenta de que se alude a la previa adquisición de una sobre otra –adquirente y *target*–. Ahora bien, dicha inferencia tan sólo debe ser entendida como una concreción del elemento de la adquisición, pero no puede ser comprendida en el sentido de limitar la aplicación del régimen especial del art. 2501 bis *Cc*, sino de configurar el elemento necesario sin el cual las reglas especiales no serían exigibles. No supone modificación alguna el hecho de que la *fattispecie* incorpore la intervención de otras sociedades.

Requieren atención en este punto las posibles implicaciones que la participación de más de dos sociedades en la fusión pueda tener para los diversos documentos exigidos. Nada parece afectar, en primer lugar, al proyecto de fusión, en la medida en que será un único documento común. Parece lógico entender, en cualquier caso, que a la hora de exponer los recursos de los que hacer uso para cumplir con el objetivo del repago de la deuda, habrán de ser tenidos en cuenta también los activos de la *tercera* compañía. Por lo que se refiere al informe de los administradores, la diferencia fundamental tiene que ver con el contenido y, en particular, con el plan económico y financiero, que, como habrá ocasión de exponer, no sólo tiene en cuenta el repago de la deuda contraída para la adquisición de la sociedad objetivo (como ocurre con el proyecto de fusión) sino que exige la explicación de la previsible relación de cobros y pagos, o lo que es lo mismo, la demostración de la capacidad de hacer frente a los diversos vencimientos. Siendo esto así, este documento ha de tener en cuenta no sólo la totalidad de las deudas que obrasen en los balances de la adquirente y de la *target*, sino también aquéllas respecto de las cuales fuera deudor la *tercera* sociedad interviniente. Lo mismo puede decirse del informe de experto independiente,

que en su juicio de razonabilidad deberá considerar todas las especialidades de este supuesto recién aludidas⁵⁶⁷.

En relación con este tercer documento, sin embargo, es necesario realizar una ulterior consideración de carácter procedimental sobre la posibilidad establecida en el segundo inciso del art. 34.1 LME, que permite el requerimiento al Registro Mercantil para la designación de un experto independiente común, lo que eliminaría la necesidad de elaborar tantos como sociedades participen en una fusión. Como habrá oportunidad de exponer en el siguiente capítulo, la referencia al mismo en singular en el art. 35 LME no es óbice para entender como posibilidad la redacción de dos informes en caso de que tan sólo interviniesen dos sociedades en la fusión apalancada. Si participan más, podría entenderse que el informe de aquella que no sea ni adquirente ni sociedad objetivo debería seguir el cauce general, no exigiéndosele la valoración requerida por el precepto regulador de esta especialidad. En tal sentido, bastaría el contenido habitual en el supuesto de que se tratara de una sociedad anónima o comanditaria por acciones, pudiéndose prescindir de la elaboración del informe si la compañía fuese de responsabilidad limitada. Frente a esta posibilidad exegética, sin embargo, pueden ser aducidos tres argumentos. En primer lugar, el tenor literal del art. 35 LME de que en todo caso, incluso si participan más de dos sociedades, es necesario aplicar las reglas establecidas en el mismo⁵⁶⁸, lo que se reitera en el

⁵⁶⁷ Téngase en cuenta que el art. 35 LME se separa, en lo concerniente al juicio de razonabilidad, de la regla general establecida en el art. 34.1 LME, habida cuenta de que el informe del experto independiente deberá tener en cuenta no sólo el proyecto, sino también el informe de los administradores.

⁵⁶⁸ Este argumento podría no ser del todo válido en el ordenamiento italiano, puesto que según su tenor, las obligaciones informativas añadidas serían necesarias en caso de fusión apalancada, pero sin especificación alguna respecto al número de las compañías intervinientes.

inciso final del precepto, donde se indica que “*en estos supuestos será necesario el informe de expertos*”. En segundo lugar, desde una perspectiva sistemática, no parece lógico que en caso de que se redacte un solo informe de experto independiente se valore la operación en su conjunto y las posibilidades de repago de la deuda y, sin embargo, si cada una de las sociedades participantes elabora uno distinto, no se requiera el mismo contenido en cada una de ellas. Finalmente, desde un punto de vista teleológico y atendiendo al contenido del mencionado informe, si la sociedad resultante va a incorporar las deudas contraídas con carácter previo por la *tercera* sociedad y el informe del experto independiente exige la valoración del informe de los administradores, –en el que se debe incluir un plan económico y financiero que atienda a la totalidad de la deuda existente en la sociedad supérstite o de nueva creación–, parece lógico entender que si cada sociedad emite su informe, todos ellos deberán incorporar la correspondiente referencia exigida por el art. 35 LME.

2. Supuestos simplificados y especiales

La especialidad que supone el régimen de la fusión apalancada respecto a las reglas establecidas en los artículos que le preceden en sede de esta concreta modificación estructural generan una tensión respecto de otros preceptos que contienen normas especiales para fusiones que, por concurrir en ellas determinados caracteres, tienen un régimen simplificado. Una de estas antinomias viene resuelta en el propio art. 35 LME, en la medida en que en el último inciso del mismo se exige el informe de expertos incluso si la fusión hubiese sido adoptada por acuerdo unánime. Los otros dos casos son los enunciados en los arts. 49 y 50 LME, que versan sobre situaciones de dependencia en los que la absorbente participa en la totalidad y en el 90% del

capital social de la sociedad absorbida respectivamente. Habida cuenta de que, en muchos casos, la adquisición del control típica del supuesto de hecho normativo del art. 35 LME genera una situación de estas características, parece oportuno dilucidar si deben prevalecer las reglas de las llamadas “*fusiones especiales*” de los preceptos aludidos o, por el contrario, debe atenderse al régimen de la fusión apalancada.

Por otro lado, cabe plantearse, en línea con alguna de las cuestiones suscitadas en la doctrina italiana, las posibles implicaciones de la norma que nos ocupa en relación con otras modificaciones estructurales como las escisiones o las cesiones globales de activo y pasivo. En concreto, compete analizar si, teniendo en cuenta la remisión genérica del art. 73 LME a la regulación de la fusión, procede entender aplicable el art. 35 LME a las mismas en caso de que se den el resto de elementos característicos del régimen específico contenido en este último.

2.1. Acuerdo unánime de fusión: la literalidad del art. 35 LME

La contradicción que se aprecia entre el art. 42⁵⁶⁹ y el art. 35 LME en lo relativo a la aplicación del régimen de la fusión apalancada no es cuestión pacífica pese a lo que pudiera inferirse de una primera lectura del inciso tercero del segundo de los preceptos citados. Indica éste, como es sabido, que el informe de expertos será necesario incluso en los casos en los que el acuerdo de fusión se hubiese adoptado de forma unánime. En la generalidad

⁵⁶⁹ Sobre la dispensa del informe de expertos independientes en las fusiones adoptadas por acuerdo unánime, últimamente, LARGO GIL, R., “La simplificación paulatina ¿e imparable? del procedimiento para la fusión de sociedades mercantiles”, en TOBÍO RIVAS, A. M./ FERNÁNDEZ-ALBOR BALTAR, A./ TATO PLAZA, A., *Estudios de Derecho Mercantil. Libro homenaje al Prof. Dr. Dr. h. c. José Antonio Gómez Segade*, Madrid, Marcial Pons, 2013, pp. 221-235, concretamente, pp. 229-232.

de las fusiones perfeccionadas de esta manera, siempre y cuando se hubiese celebrado una junta universal⁵⁷⁰⁵⁷¹, sin embargo, el art. 42 LME explícitamente advierte de que no será necesaria la aportación de los documentos exigidos en el régimen general. Ante la perspectiva descrita, pudiera haberse sostenido que al darse el acuerdo unánime no sería necesario el informe de experto independiente, ya que los socios no requerirían una tutela informativa⁵⁷² tan explícita como en el resto de supuestos, lo que, por otro lado, supondría que las sociedades participantes incurrirían en un coste añadido al llevar a cabo la consabida modificación estructural.

Frente a este planteamiento se opone, en primer lugar, el tenor literal de la norma⁵⁷³, que explícitamente advierte de la necesidad del informe de expertos con independencia de que el acuerdo se adopte de forma unánime o no. En el juego de especialidades legales frente al régimen general, que podría ser esgrimido para la prevalencia del art. 42 LME, debe advertirse que el inciso final del art. 35 LME actúa de lo que podría denominarse como *lex specialissima* en el sentido de que, frente a los regímenes especiales que constituyen los dos preceptos en liza, no pudiéndose aplicar la regla *lex specialis derogat generalis* dado que ninguno de los dos supuestos sería

⁵⁷⁰ La referencia a la necesaria adopción del acuerdo unánime en Junta Universal fue introducida por la Ley 1/2012, incorporando un requisito añadido como elemento para la eliminación de trabas a las modificaciones estructurales que fueron introducidas, con mayor o menor acierto, a través de la norma indicada. Lo anterior refrenda la posición doctrinal sostenida en relación con la independencia de los conceptos de Junta General y acuerdo unánime (así, MARTÍ MOYA, V., “Sobre la modificabilidad del proyecto y el acuerdo unánime de fusión...”, cit., pp. 97-98).

⁵⁷¹ En relación con la información en las fusiones celebradas por acuerdo adoptado en Junta Universal, ténganse en cuenta las consideraciones de LARGO GIL, R., “Adopción de los acuerdos de fusión de sociedades en junta universal”, *RdS*, núm. 2, 1994, pp. 247-258, particularmente a partir de la p. 249.

⁵⁷² La idea de la función de mayor información disponible que subyacería al art. 35 LME ha sido expuesta por EMBID IRUJO, J. M., “En torno al art. 35 de la ley de modificaciones estructurales...”, cit., pp. 88-89.

⁵⁷³ Así, RONCERO SÁNCHEZ, A., “Fusión posterior a adquisición...”, cit., p. 758.

general –y, particularmente, no lo es el de la fusión apalancada–, procedería entender que *lex specialissima derogat specialis*.

A mayor abundamiento, cabe indagar sobre el fundamento de esta opción legislativa, cuestión cuya respuesta puede arrojar luz sobre el interrogante que se aborda y que quizá permita reforzar la posición sostenida. Cabe en este punto recurrir a la idea sostenida por algún autor⁵⁷⁴, según la cual la sede en la que se encuentra el régimen de la fusión apalancada, que no es la misma que la del legislador italiano, tendría una significación relevante que serviría de auxilio en la labor de exégesis. Así como la norma del ordenamiento transalpino es el segundo artículo de la Sección dedicada a la fusión –sin perjuicio de que le sigan las relativas a los documentos que aquí nos ocupan–, en el caso de la legislación patria se incorpora en sede de documentos informativos y, en concreto, de la Sección dedicada al proyecto de fusión. El elemento subrayado parece encontrar, si se quiere, un cierto simbolismo que contribuye a comprender el objetivo perseguido por el legislador, que buscaría tutelar adecuadamente a socios y a acreedores a través de esas obligaciones informativas añadidas. En este sentido, si bien los primeros quizá no requiriesen la adecuada protección que el legislador exige que les sea dispensada, la documentación inherente a la específica modificación estructural garantizaría, cuanto menos, la adecuada posición y conocimiento de los acreedores a la hora de ejercer, en su caso, el derecho de oposición que les asiste⁵⁷⁵.

⁵⁷⁴ Véase sobre la cuestión el epígrafe titulado “*El relieve hermenéutico de la inserción sistemática del precepto en la LMESM*”, contenido en el trabajo de EMBID IRUJO, J. M., “En torno al art. 35 de la ley de modificaciones estructurales...”, cit., pp. 91-95.

⁵⁷⁵ En sentido similar, ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera...”, cit., p. 144.

El tenor literal del precepto, sin embargo, no resuelve una problemática ulterior que merece ser atendida. La *lex specialissima* que constituye el último inciso del art. 35 LME tan sólo alude a la necesidad del informe de expertos independientes, guardando silencio, por el contrario, respecto al informe de los administradores. La cuestión pudiera zanjarse con la aplicación de la regla especial del art. 42 LME que lo excluiría, pero encuentra dos obstáculos de índole sistemática. De un lado, la disciplina exigida para la fusión apalancada no constituye un supuesto general al que sean aplicables los preceptos de las fusiones especiales, sino que supone, como se ha dicho, una especialidad en sí misma. De otro, según el art. 35 LME, el informe de expertos independientes debe atender a la razonabilidad de lo contenido tanto en proyecto como en el informe de administradores, de lo que se sigue la imposibilidad de obviar este último documento⁵⁷⁶. Frente a esta postura pudiera argumentarse que las indicaciones contenidas en el informe de administradores serían tan sólo una especificación de las del proyecto, especialmente teniendo en cuenta que en el caso italiano, el art. 2501 bis Cc tan sólo exige que el informe de expertos valore la razonabilidad de lo consignado en el proyecto. Sin embargo, en este punto, los preceptos de ambos ordenamientos difieren sustancialmente, puesto que el informe de administradores sí que supone una innovación respecto del proyecto, al deber incluir un plan económico-financiero y se separa así en contenido de la mera indicación de los recursos referidos en el proyecto para la satisfacción de la deuda contraída con ocasión de la adquisición del control, para tomar en consideración también la totalidad de las ya existentes.

⁵⁷⁶ Acoge esta postura ID, “Fusión apalancada y asistencia financiera...”, cit., p. 144.

2.2. *El supuesto particular de absorción de una sociedad íntegramente participada*

Mucha mayor controversia ha suscitado el problema de la aplicación de las reglas del art. 35 LME a los casos de fusiones simplificadas y, en concreto, a aquéllas en las que la participación de la sociedad absorbente es de la totalidad o de al menos el 90% del capital de la absorbida respectivamente. Cabe advertir que ambas situaciones tienen especial relieve, habida cuenta de que en la mayoría de las operaciones de estas características, y sin perjuicio de las consideraciones realizadas al respecto en sede de adquisición del control, la compraventa realizada por la sociedad adquirente llega a los umbrales antedichos. Comenzando por el primero de los supuestos, regulado en el art. 49 LME, y advertidas las consideraciones previas, surge de inmediato la paradoja consistente en el hecho de que, si se opta por la primacía del régimen de la absorción de sociedad íntegramente participada respecto a lo especificado en el art. 35 LME, este último *de facto* queda prácticamente vacío de contenido⁵⁷⁷. Ello no obstante, las posturas sostenidas en la doctrina han sido dispares, habiendo habido quien sugería la exclusión de ambos

⁵⁷⁷ MARTÍ MOYA, V., “El *Merger Leveraged Buy-Out* o fusión apalancada...”, cit., p. 630 advierte de esta realidad señalando que la mayoría de las fusiones apalancadas tendrá carácter intragrupo. En sentido similar, véase EMBID IRUJO, J. M., “En torno al art. 35 de la ley de modificaciones estructurales...”, cit., p. 92; ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera...”, cit., p. 143.

informes –de administradores y de expertos independientes–⁵⁷⁸, aunque mayoritariamente se ha seguido una interpretación contraria⁵⁷⁹.

La argumentación traída a colación, a la que nos adherimos, pasa por entender que el art. 35 LME constituye una *lex specialis* o, más bien, a nuestro entender, *specialissima*, que resulta de necesaria aplicación incluso en los supuestos de fusiones simplificadas, en la medida en que se trata de una regla que genera determinadas obligaciones informativas que afectan a este tipo de modificaciones estructurales con independencia de cuáles sean sus características configuradoras. Esta idea viene reforzada si se tiene en cuenta que los requisitos informativos añadidos establecidos como requerimiento tienen a los acreedores como especial objeto de tutela, mientras que la menor exigencia en la documentación de la fusión por absorción de sociedad íntegramente participada responde, desde un punto de vista finalista, a la menor necesidad de tutela de los socios, al no haber minoritarios discordantes.

Cabe añadir, finalmente, dos cuestiones que vienen a reforzar la postura hermenéutica sostenida. En primer lugar, se trata de una razón de coherencia sistemática, pues, si en el ámbito subjetivo se ha optado por la inclusión de la sociedad de responsabilidad limitada, con una lógica similar parece oportuno integrar este tipo de supuestos. En segundo lugar, el legislador ha optado por hacer explícita la necesidad de elaboración del informe de expertos independientes –y, consecuentemente, también del informe de los administradores– en caso de acuerdo unánime de fusión, realidad que también

⁵⁷⁸ RONCERO SÁNCHEZ, A., “Fusión posterior a adquisición...”, cit., p. 759. No obstante, cambió la postura sostenida en RONCERO SÁNCHEZ, A., “Ámbito de la exigencia del informe de expertos independientes en caso de fusiones posteriores a adquisiciones apalancadas”, *RdS*, núm. 35, 2010, pp. 257-265.

⁵⁷⁹ LÓPEZ MATEO, A., “Asistencia financiera...”, cit., p. 887 considera que el elemento determinante es la imperatividad de la norma. GRIMA FERRADA, J., “La compraventa apalancada de sociedades...”, cit., p. 359 justifica esta postura a través de una interpretación teleológica.

se produce en este caso de absorción, puesto que la sociedad *target* sólo tiene un socio (la adquirente). Resultaría a todas luces incoherente exigir los documentos informativos en un caso y no hacerlo en el otro. En el ordenamiento italiano, por su parte, la situación es exactamente la contraria, ya que el art. 2501 bis *Cc* establece que la disciplina específica de las fusiones apalancadas será igualmente aplicable en los casos expuestos en los arts. 2505 y 2505 bis *Cc*, que se corresponden con los supuestos de absorción de sociedad íntegramente participada o en la que la dominante ostente el 90% del capital de la *target*⁵⁸⁰. En cualquier caso, en el ordenamiento transalpino no se establece previsión alguna en relación con una mayor flexibilidad para supuestos de acuerdo unánime, lo que hace que devenga estéril cualquier consideración ulterior sobre el particular.

Resta finalmente advertir del supuesto contenido en el art. 52 LME⁵⁸¹, correspondiente a la fusión –que no constituya una absorción– en la que una de las sociedades participase íntegramente en la otra, así como en los supuestos de participación indirecta⁵⁸². Establece el precepto que se seguirán las mismas reglas establecidas para el caso del art. 49 LME, por lo que si no se consideró que la norma referida debía primar sobre las reglas del art. 35 LME, no parece oportuno realizar distingo alguno en este punto.

⁵⁸⁰ Realiza una breve consideración sobre el particular TAMBURINI, M., “Art. 2501 bis...”, cit., pp. 2533-2534.

⁵⁸¹ RONCERO SÁNCHEZ, A., “Fusión posterior a adquisición...”, cit., p. 759 llama la atención sobre la cuestión.

⁵⁸² Responde esto a una progresiva simplificación de las fusiones que tuvieron lugar en situación de grupo (LARGO GIL, R., “Las fusiones simplificadas y aportaciones de valores mobiliarios cotizados”, *RdS*, núm. 26, 2006, pp. 73-84, concretamente, pp. 75-76), pero que, como se sostiene, no tienen aplicación en el caso de que se trate de operaciones con apalancamiento de las características descritas.

2.3. *El caso en que la sociedad absorbente ostenta el 90% del capital social de la sociedad absorbida*

La argumentación seguida para los supuestos de absorción de sociedad íntegramente participada son plenamente aplicables cuando en la fusión por absorción la adquirente-absorbente ostentara más de un 90% del capital social de la *target*. Se aprecian, sin embargo, algunas diferencias que vienen a reforzar la postura sostenida con carácter previo⁵⁸³. Por un lado, en este caso sí que puede haber intereses de socios minoritarios, respecto de los cuales parece lógico entender que se refuercen sus derechos informativos⁵⁸⁴. Por otro, no se produce en este supuesto la identidad con el acuerdo unánime de fusión, ya que estos socios minoritarios podrían expresar una opinión contraria a la mayoritaria. Sin embargo, por razones sistemáticas, ello permite traer a colación el argumento *a fortiori*, justificando en mayor medida la interpretación que aquí se sigue, puesto que si en un caso en el que son menores los intereses en juego a tutelar, el art. 35 LME resulta, no obstante, aplicable en su integridad, con mayor razón parece serlo en este supuesto. La problemática, finalmente, no reviste complejidad mayor en el ordenamiento

⁵⁸³ Téngase en cuenta, además, que originariamente, no se contemplaba la posibilidad de dispensa de determinada documentación relativa a la fusión en este tipo de supuestos en el antiguo art. 250 TRLSA, tal y como subrayaba FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Fusiones y otras modificaciones estructurales entre sociedades vinculadas. Nota práctica”, *RGD*, núm. 609, 1995, pp. 7031-7065, concretamente, p. 7034.

⁵⁸⁴ EMBID IRUJO, J. M., “En torno al art. 35 de la ley de modificaciones estructurales...”, cit., p. 89, quien advierte de la mayor importancia que ha adquirido la información en las modificaciones estructurales como consecuencia de la progresiva desaparición del derecho de separación como “*tradicional*” elemento de tutela de los socios minoritarios en este tipo de operaciones societarias en el contexto comunitario. Véase sobre la cuestión, DUQUE DOMÍNGUEZ, J. F., “La fusión en el Proyecto de reforma del Derecho de las Sociedades de Capital y su comparación con el Derecho comunitario de la Tercera Directiva”, *RDBB*, núm. 32, 1988, pp. 719-782, concretamente, pp. 763-766.

italiano, donde la referencia al art. 2505 bis Cc contenida en el precepto relativo a las fusiones apalancadas zanja la cuestión de manera indubitada.

2.4. *¿Aplicación de la regla a otras modificaciones estructurales?*

Resueltas las cuestiones interpretativas relativas a los supuestos simplificados, resta únicamente dilucidar la posible aplicación de la regla que nos ocupa a otras modificaciones estructurales en las que pudieran tener incidencia. Prescindiendo de la transformación y del traslado internacional de domicilio⁵⁸⁵, que por su contenido no patrimonial no resultan propicias para que se les pueda aplicar, en su caso, el régimen de las operaciones apalancadas, cabe hacer alusión tanto a la escisión como a la cesión global de activo y pasivo.

La posibilidad de la extensión analógica en caso de escisión ha sido un aspecto analizado por algún sector doctrinal italiano⁵⁸⁶, según el cual la interpretación en tal sentido sería posible en supuestos en los que el efecto de la escisión fuese el mismo que el característico de las operaciones reseñadas en el art. 2501 bis Cc^{587 y 588}. En concreto, se trae a colación el ejemplo en el que una sociedad participada en tal medida que se cumpliera el requisito de la adquisición del control, habiendo contraído la adquirente deudas para llegar

⁵⁸⁵ Que, por lo demás, no constituye propiamente una modificación estructural en el sentido conceptual del término (sobre el concepto, véase *in extenso* el trabajo de EMBID IRUJO, J. M., “En torno a las modificaciones estructurales...”, cit., pp. 26-28).

⁵⁸⁶ SPOLIDORO, M. S., “Fusioni pericolose...”, cit., pp. 275-276; GALLETI, D., “Leveraged Buy-Out et interessi tutelati...”, cit., pp. 443-444.

⁵⁸⁷ Comparte la posición CACCHI PESSANI, S., *La tutela dei creditori*, cit., p. 83-84, quien pese a la regla indicada por el art. 2506 ter Cc, considera que tal límite puede ser exceptuado mediante el recurso a la analogía.

⁵⁸⁸ Sobre la existencia de operaciones apalancadas en la realidad nos da noticia OTTO, H.-J., “Buy-Out-Finanzierungen: Neue Akquisitionstrukturen nach neuem Umwandlungsrecht”, *DB*, núm. 42, 1994, pp. 2121-2124, pp. 2123-2124.

a tal situación, se escindiese, siendo la beneficiaria la dominante⁵⁸⁹. Los activos de la escindida serían destinados, como consecuencia de la indicada modificación estructural, a la adquirente, generando el mismo efecto que si se hubiesen fusionado. Sin perjuicio de que pudiera argumentarse en contrario que una norma que impone un gravamen de las características señaladas debería tener carácter restrictivo –y aplicarse, consecuentemente, tan sólo a la modificación estructural para la que la norma ha sido destinada⁵⁹⁰–, lo cierto es que, en Derecho español, el art. 73 LME realiza una genérica remisión a la regulación de la fusión⁵⁹¹ -al contrario que en Italia, donde el art. 2506 ter *Cc* parece dar lugar a lo contrario-⁵⁹², por lo que no parece haber obstáculo que sugiera una excepción de la regla en supuestos de *escisión apalancada*. A mayor abundamiento, los riesgos prototípicos y caracteres de la fusión apalancada también se replican en este caso, puesto que será sobre la totalidad o la parte del patrimonio correspondiente de la sociedad que se escinde sobre la que recaiga el coste de la deuda contraída por la beneficiaria,

⁵⁸⁹ Sobre el concepto de escisión y los efectos de traslado del patrimonio a la sociedad o sociedades beneficiarias puede traerse a colación la diversa bibliografía existente en la materia. Así, considérese CERDÁ ALBERO, F., *Escisión, cit.*, p. 29; OLEO BANET, F., *La escisión, cit.*, p. 109. Últimamente, bajo la vigencia de la LME, FERRANDO VILLALBA, M. L., “La escisión de sociedades en la LMESM de 2009: las pretendidas novedades de una reforma incompleta”, *NotUE*, núm. 309, 2010, pp. 25-40, concretamente, pp. 27 y ss.

⁵⁹⁰ Véase sobre el carácter no extensivo y, en principio, no propicio para ejercicio alguno de analogía, EMBID IRUJO, J. M., “Principios de tratamiento de las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles en el Derecho español”, *CDC*, núm. 28, 1999, pp. 31-46, concretamente, p. 43.

⁵⁹¹ Argumento que, entre nosotros, ha utilizado ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera...”, *cit.*, p. 144, quien alude igualmente a los casos en los que no sea el control de la sociedad a escindir lo que se adquiriera mediante apalancamiento con carácter previo, sino que también sea objeto de aplicación, en concordancia con el supuesto normativo del art. 35 LME, la adquisición de los activos de la sociedad a escindir, mal que en este caso, en buena medida se desnaturaliza, dado que no habría patrimonio a repartir, elemento común de todos los tipos de escisión.

⁵⁹² ARDIZZONE, L., “Articolo 2501-bis...”, *cit.*, pp. 494-495 considera que ello no sería óbice para la aplicación analógica de la regla.

afectando, tanto a posibles socios minoritarios, como a acreedores de la sociedad escindida que existiesen con carácter previo.

Por lo que se refiere a la cesión global de activo y pasivo⁵⁹³, si es comparada con la escisión, se encuentran diferencias tanto de orden sistemático, como de carácter sustantivo. Dentro de las primeras, cabe incidir en el hecho de que no existe precepto similar en sede de cesión global al art. 73 LME, de modo que no es posible una remisión sin ulterior análisis a las reglas sobre la otra modificación estructural. Resulta a todas luces difícil sostener una aplicación de las reglas indicadas a la cesión global por analogía, ya que habiendo sido posible, el legislador ha optado por no establecer el de la fusión como régimen supletorio y restringir las remisiones a cuestiones puntuales de su regulación⁵⁹⁴. Esto es así, con mayor razón, si se piensa en que la exigencia del informe de expertos independientes no se da en esta figura, siendo imposible una traslación de las reglas establecidas en el art. 35 LME a la cesión global de activo y pasivo, a no ser que se restringiera el contenido del referido documento al mero aspecto añadido que el precepto indicado en este sentido supone.

⁵⁹³ La inclusión de la cesión global de activo y pasivo dentro de la categoría –originariamente doctrinal- de las modificaciones estructurales (MASSAGUER FUENTES, J., “La cesión global de activo y pasivo”, *RDM*, núm. 228, 1998, pp. 655-678, particularmente, p. 655-656) tiene su fundamento en su similitud con la liquidación –en tanto supuesto abreviado de la misma-, originariamente incluida entre tales supuestos por la incidencia en el plano patrimonial de la operación. También fue configurado históricamente como fusión impropia (véase VICENT CHULIÁ, F., “La fusión propia y las fusiones impropias en el Derecho español”, en AA.VV., *Estudios jurídicos en homenaje a Joaquín Garrigues*, t. III, Madrid, Tecnos, 1971, pp. 482-508, concretamente, pp. 496 y ss., así como MOTOS GUIRAO, M., *Fusión de sociedades mercantiles*, Madrid, Editorial Revista de Derecho Privado, 1953, pp. 90 y ss.).

⁵⁹⁴ Véanse últimamente las consideraciones de CONTRERAS DE LA ROSA, I., “El devenir funcional y estructural de la cesión global: de la atipicidad a la Propuesta de Código Mercantil”, *RdS*, núm. 42, 2014, pp. 53-93, concretamente pp. 79-80, quien no obstante aprecia que se ha tendido hacia su asimilación a la fusión.

En cuanto al elemento sustantivo, lo cierto es que desde un punto de vista funcional, la cesión global de activo y pasivo se asemeja más a una compraventa de empresa que a una fusión propiamente dicha, en la medida en que existe una compensación pecuniaria para los socios de la compañía cedente que no puede consistir en acciones o participaciones (art. 81.1 LME). Consecuentemente, si se produce una adquisición del control de la sociedad cedente por parte de la cesionaria, no parece que tenga sentido realizar una cesión global, puesto que la contraprestación a abonar lo sería a la propia cesionaria en tanto socio mayoritario o, en su caso, a los minoritarios que pudieran existir. Ello se podría haber llevado a cabo mediante un *share deal* cuyo objeto fuese un mayor porcentaje del capital social de la cedente, con la única excepción de una voluntad contraria de los minoritarios que, a través del acuerdo de cesión global, quedaría limitada. En este último supuesto, en realidad, lo que se produciría sería una suerte de compraventa de sociedad en dos fases. En cualquier caso, no se apreciaría el posible efecto de asistencia financiera que la aplicación de las reglas del art. 35 LME vendría a enervar, puesto que se trataría tan sólo de una adquisición, sin concurrir el efecto de garantía genérica producido por la fusión⁵⁹⁵. Finalmente, no se generaría riesgo alguno ni para los socios minoritarios, que por efecto de la cesión global recibirían la oportuna contraprestación, ni tampoco de manera dramática para los acreedores preexistentes en la sociedad cedente, cuya posición quedaría reforzada a través de la responsabilidad solidaria que afecta a los socios de la cedente⁵⁹⁶.

⁵⁹⁵ ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera...”, cit., p. 145, por su parte, considera que el efecto de la asistencia financiera se aprecia en mayor medida, por lo que que el art. 35 LME ha de ser de aplicación analógica en los casos de cesión global en los que concurrieran los requisitos establecidos por el aludido precepto.

⁵⁹⁶ Esta última consideración es tenida en cuenta, pese a su postura final, por ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera...”, cit., p. 145.

VIII. RECAPITULACIÓN

A lo largo de las páginas precedentes se buscaba analizar y delimitar cada uno de los elementos propios de la configuración legal de la fusión apalancada en los preceptos reguladores de la misma de los ordenamientos español e italiano. La pretensión constituía contribuir a la hermenéutica del supuesto de hecho normativo que tanto el art. 35 LME, como el art. 2501 bis *Cc*, presentan para poder alcanzar el estadio de conocimiento de las realidades a las que deben ser aplicadas las consecuencias jurídicas establecidas por los mencionados preceptos. Cabe distinguir, en este punto, entre aquellos aspectos de índole externa o que no son delimitados en la brevísima descripción contenida en la norma y que, por consiguiente, han de ser colegidos atendiendo al contexto normativo en el que se inserta la especial regulación considerada, y aquellos otros que sí quedan establecidos de manera explícita. De los primeros resultaba imperioso comprender el ámbito subjetivo de aplicación, así como las posibles extensiones a otras operaciones societarias y, en concreto, a modificaciones estructurales de carácter diverso, mientras que entre los segundos se encuentran los aspectos definidores de la operación apalancada en cuestión, a saber, la adquisición del control o de determinados activos, el endeudamiento, el plazo trienal y la posterior fusión.

A la hora de considerar el ámbito subjetivo de aplicación del precepto regulador de la fusión apalancada, la doctrina ha sostenido mayoritariamente la necesidad de entender incluidas en el mismo a la totalidad de las sociedades mercantiles, habida cuenta de la inexistencia de especificación alguna respecto de la regla general del texto legal en el que se inserta (art. 2 LME) y

de la concreta aplicable a todo tipo de fusiones (art. 22 LME) que implicara la exclusión de cualquiera de los tipos sociales de esta índole. La postura venía reforzada por la consideración de algunos autores según la cual la finalidad del régimen especial contenido en el art. 35 LME no sería tan sólo la de constituir una enervación de la prohibición de asistencia financiera, pudiendo ser, según algún sector doctrinal, sólo una forma de mayor tutela de sujetos vinculados con las sociedades participantes por el riesgo que generaría el importante endeudamiento. A nuestro parecer, sin embargo, el precepto tan sólo debe ser de aplicación a las sociedades capitalistas, dado que, desde un punto de vista sistemático, se sostiene que el precepto analizado debe ser entendido como *lex specialis* que, por razones de valoración de la eficiencia reorganizativa de determinadas operaciones por la subsiguiente generación de sinergias, excepciona determinadas fusiones que en otro caso, de conformidad con el tenor de los arts. 150 y 143.2 TRLSC, constituirían supuestos prohibidos de asistencia financiera aplicables tan sólo a las sociedades de capital. Desde una perspectiva teleológica, los riesgos de índole patrimonial y organizativa no se apreciarían con nitidez en las sociedades personalistas, habida cuenta de que, de un lado, no concurre en ellas el privilegio de la responsabilidad limitada y, de otro, resultan menos probables los supuestos de abusos de administradores, habida cuenta de la diferencia en la configuración de sus órganos si se compara con la estructura corporativa propia de las sociedades capitalistas.

Por lo que se refiere al ámbito objetivo, cabe distinguir entre los diferentes elementos que lo integran. Así, en primer lugar, la adquisición del control debe ser entendida, por razones sistemáticas, en el mismo sentido que la regla contable establecida en el art. 42 CCom, no resultando lógica la exigencia de porcentajes mayores del capital social ni por la literalidad del aludido

precepto, ni por la propia funcionalidad informativa de las obligaciones dimanantes del art. 35 LME, que, en otro caso, quedarían parcialmente vacías de contenido por la imposibilidad por parte de los minoritarios de alcanzar un umbral suficiente para evitar la fusión. De los diferentes supuestos jurídicos y fácticos de alcanzar el control, tan sólo quedaría excluido del ámbito de aplicación el que lo fuera como consecuencia de un contrato de grupo por coordinación por no apreciarse en él contenido patrimonial alguno que diera lugar al correspondiente riesgo. Por el contrario, los casos de progresiva adquisición del control a través de sucesivas compraventas de acciones o participaciones, a salvo aquéllos en los que el endeudamiento fuese tan poco relevante que no se apreciara el nexo causal, sí que constituirán un supuesto de aplicación de la norma.

En cuanto a la adquisición de los activos “*esenciales para su normal explotación o que sean de importancia por su valor patrimonial*”, se genera la sorpresa en el intérprete en un doble sentido. Por un lado, se trata de una adquisición que no supone vulneración alguna de la interdicción de auxilio financiero, y, de otro, parece un escenario improbable por diversas razones, ya que son mucho menores las posibilidades de sacar adelante el acuerdo de fusión no teniendo el control de la sociedad *target*. Además, el efecto patrimonial es diferente, a no ser que se entienda que la compraventa de activos deba incluir también una transmisión de las deudas que hubiese contraído con anterioridad la sociedad cuyos bienes se adquieren. A nuestro entender, si el legislador pretendía establecer una suerte de cláusula de cierre para evitar formas indirectas que permitiesen sortear la aplicación del régimen de la fusión apalancada sin verse afectada la operación por la prohibición de asistencia financiera, no resultaba necesario una configuración en el sentido de la norma, sino tan sólo confiar al aplicador del Derecho el recurso a la regla

general sobre fraude de ley. En cualquier caso, si lo que debe inferirse es una equiparación entre adquisición del control y compraventa de activos, lo que en si en el caso de que sean esenciales para la normal explotación puede aceptarse, en el de la importancia por su valor patrimonial resulta, por el contrario, más que dudoso, indirectamente permite seguir entendiendo la norma en el sentido propuesto. En términos prácticos, la adquisición de activos, cuya literalidad sugiere una perspectiva puramente estática de lo que se transmite, que dista del resultado obtenido a través de la adquisición del control, debe ser entendida en el sentido de compraventa de empresa.

Por lo que respecta al endeudamiento y al nexo causal, ha de advertirse en primer lugar que el concepto de “*deudas*” que introduce la norma debe ser entendido en sentido amplio, incluyéndose en el mismo tanto las obligaciones de dar de carácter pecuniario, como las que supongan entregas *in natura*, no integrándose, sin embargo, las de hacer, por no ser de contenido patrimonial y no tener la fusión implicación alguna sobre ellas en el sentido de constituir garantía genérica. La deuda, además, no debe haber alcanzado su vencimiento en el momento de la fusión, ya que de lo contrario tampoco se produciría el indicado efecto. Atendiendo a estas consideraciones, la casuística es muy variada y se puede manifestar, con implicaciones de diversa índole, entre otros, a través de préstamos bancarios, aperturas de crédito, *leasing* o emisión de obligaciones. El nexo causal contribuye a la delimitación del concepto de deuda, en la medida en que del mismo puede inferirse, de un lado, que la opción del legislador es lógica y no cronológica, esto es, que el régimen del art. 35 LME será de aplicación siempre y cuando las deudas se hubiesen contraído con la finalidad de adquirir el control o los activos, con independencia de que dicho endeudamiento haya tenido lugar con anterioridad o posterioridad a la compraventa en cuestión. De otro, ha de

considerarse que el hecho de incurrir en deudas en el período de tres años establecido por el precepto legal supondrá una presunción *iuris tantum* de que la sociedad contrajo las deudas para adquirir el control, a no ser que nos encontremos ante un endeudamiento *corriente*, esto es, destinado a la financiación de la actividad ordinaria de la sociedad adquirente.

El plazo indicado, que ha sido establecido en tres años por el legislador, resulta probablemente excesivamente gravoso, ya que es improbable que exista una distancia temporal de tal magnitud entre el endeudamiento y la fusión. En cualquier caso, del precepto no se infiere con nitidez cuál ha de ser el *dies a quo* y cuál el *dies ad quem*. A nuestro entender, y en el seno del debate doctrinal existente al respecto, el primero de ellos debe ser el momento de contraer las deudas, esto es, de la perfección del contrato que dé lugar al endeudamiento, puesto que desde ese instante existe una obligación de devolver, con independencia de que la entrega o eficacia real del negocio jurídico tenga lugar con posterioridad. Por su parte, el *dies ad quem* ha sido unánimemente considerado como el momento del proyecto de fusión, opinión de la que, sin embargo, disentimos, entendiendo que el acuerdo de fusión es el momento de perfección del negocio que supone esta modificación estructural. Éste es, además, el momento a partir del cual surgen efectos *inter partes*, lo que garantiza suficientemente la tutela de los socios minoritarios, de igual modo que a los acreedores, a los que ya les ha sido posible ejercer su derecho de oposición. Los supuestos de fusión en el que se cumplan todos los requisitos, pero en los que la distancia temporal entre los dos momentos establecidos para el plazo sea superior a tres años, darán lugar a la enervación de la prohibición de asistencia financiera, pero no les serán aplicables las especialidades en los documentos de la fusión establecidos por el art. 35 LME.

El estado final de la operación descrita en el supuesto de hecho normativo del precepto que nos ocupa es la fusión, procedimiento que culmina con la unificación de patrimonios y con la existencia de una sola sociedad, extinguiéndose la personalidad jurídica de la totalidad en caso de que se creara una nueva y de todas menos una si se realizara por absorción. La fusión puede ser de dos o de más sociedades, difiriendo en este punto el ordenamiento patrio con la norma italiana, que tan sólo hace referencia al supuesto básico, no siendo, por lo demás, relevante dicha restricción a los efectos de aplicar el precepto siempre y cuando se cumplan todos los requisitos. Las implicaciones de tal configuración, sin embargo, difieren en cuanto al contenido de los informes de los administradores y del de expertos independientes, habida cuenta de que en el precepto foráneo no se exige que el segundo de los informes haga alusión al otro, sino tan sólo a la razonabilidad del proyecto.

El régimen especial es igualmente aplicable a aquellos supuestos de acuerdo unánime de fusión, puesto que el propio art. 35 LME así lo estipula, actuando de *lex specialissima* entre las normas especiales que regulan, de un lado el mencionado acuerdo y, de otro, las especialidades informativas de la fusión apalancada. Por razones similares se aplican aquéllas a los supuestos de absorción de sociedad íntegramente participada o en la que la dominante ostente el 90% del capital social. En el orden sistemático, el art. 35 LME se inserta en sede de los documentos que acompañan al proyecto, erigiéndose en un elemento de tutela informativa de socios y acreedores que afecta a la totalidad de los supuestos de fusión, con independencia de su tipología, cuyas especialidades procedimentales tan sólo operan en el plano general. En el aspecto sustantivo, resultaría incoherente, de un lado, requerir la aplicación de la regla a las fusiones adoptadas mediante acuerdo unánime y, sin

embargo, no hacerlo en supuestos de absorción de sociedades íntegramente participadas, ya que la perfección del negocio jurídico de fusión tendrá lugar en todo caso de este modo. Siendo esto así, con mayor razón deben ser de aplicación las reglas en los casos en los que la participación en la dependiente tan sólo alcance el 90%, en la medida en que, en este caso, además, deberán recibir tutela los intereses de los socios minoritarios. De otro, pese a que en el acuerdo de fusión tan sólo se exija la elaboración del informe de expertos independientes, éste debe valorar, por indicación del art. 35 LME, los contenidos específicos del informe de los administradores, por lo que éste también será necesario.

Finalmente, por lo que se refiere a la extensión del régimen de la fusión apalancada a otras modificaciones estructurales de contenido patrimonial, como las escisiones o las cesiones globales de activo y pasivo, cabe realizar una distinción. Si bien en las primeras, parece haber supuestos fácticos perfectamente asimilables y el art. 73 LME realiza una remisión a las reglas de la fusión, éste no es el caso cuando nos encontramos ante una cesión global. Su mayor similitud funcional con una compraventa de empresa, la exigencia de contraprestación y la responsabilidad solidaria de los socios de la sociedad cedente garantizan la adecuada protección de socios minoritarios y acreedores y parecen operar en contra de una aplicación analógica.

Delimitado el supuesto de hecho normativo del art. 35 LME, compete seguidamente indagar en los concretos contenidos de los documentos que deben elaborarse en el procedimiento que culmine con una fusión de estas características, delimitando a su vez la función, tanto de tutela, como normativa de la exigencia de dichos informes (Capítulo V), para así poder, finalmente, determinar las consecuencias del incumplimiento de las reglas especiales.

CAPÍTULO V. LAS OBLIGACIONES INFORMATIVAS DIMANANTES DEL RÉGIMEN LEGISLADO DE LA FUSIÓN APALANCADA

I. PREMISA

El régimen de la fusión apalancada que introdujo el art. 35 LME constituyó una novedad legislativa en el momento de la entrada en vigor del texto legal cuyas particularidades revelan una tendencia determinada, en cierto modo novedosa en el tratamiento de la problemática derivada de la prohibición de asistencia financiera⁵⁹⁷, y decididamente continuadora en el plano de las modificaciones estructurales⁵⁹⁸. El precepto, que contiene una

⁵⁹⁷ Como es sabido, la tutela en sede de modificaciones estructurales se debe, en origen, al legislador italiano, que introdujo en la reforma del Derecho de Sociedades de 2003 el art. 2501 bis *Cc*, que aquí también es objeto de análisis en atención a las divergencias que entre el mismo y el precepto patrio, pese a su similitud estructural, se producen. Una breve panorámica del precepto la presenta SERRAO D'AQUINO, P., "Articolo 2501 bis. Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento", en SANDULLI, M./ SANTORO, V. (Coord.), *La riforma delle società. Commentario del d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6. Società a responsabilità limitata, liquidazione, gruppi, trasformazione, fusione, scissione. Artt. 2462-2510 cod. civ.* Torino, Giappichelli, 2003, pp. 424-427. MORANO, A., "Il merger leveraged buy-out...", cit., p. 952 da noticia de la nueva regulación, de igual modo que, brevemente, SCHLESINGER, P., "Merger leveraged buy out e riforma societaria", *Corr. Giur.*, núm. 6, 2003, pp. 705-706. También, REBOA, M., "Le operazioni di leveraged buy out e l'art 2501 bis c.c.: prime considerazioni", *Riv. Dott. Comm.*, núm. 6, 2003, pp. 1203-1217. BIGNAMI, M., "Il leveraged buy out e la riforma del diritto societario. Spunti di riflessione", *Riv. Dott. Comm.*, núm. 6, 2003, pp. 1251-1264. Con carácter previo, en relación con la llamada "legge delega" de 2001, DOLMETTA, A. A., "Il merger leveraged buy-out nella legge delega n. 366/2001: la target da s. p. a s. r. l.", *Corr. Giur.*, núm. 2, 2002, 239-245.

⁵⁹⁸ DUQUE DOMÍNGUEZ, J. F., "La fusión en el Proyecto de reforma...", cit., p. 756 y ss. advertía de que en el así llamado procedimiento de fusión se encontraban numerosas novedades conforme a la tradición jurídica española previa, precisamente por las nuevas implicaciones que tenían en relación con los documentos que debían proveer de información. LARGO GIL, R., *La fusión de sociedades mercantiles*, cit., pp. 446 y ss. delimita la función de la información en el informe de administradores. PÉREZ TROYA, A., *La tutela del accionista*, cit., p. 377 pone el acento en el control social que se puede ejercer a través de la información sobre las decisiones de la mayoría.

estructura tripartita, que se corresponde, de un lado, con el supuesto de hecho normativo, delimitado en el capítulo anterior, con los específicos requerimientos que configuran su consecuencia jurídica, de otro, y con una referencia final al cumplimiento de éstos incluso en determinados casos de fusiones simplificadas, resulta especialmente revelador en su fisonomía. El grueso del mismo, que coincide con el segundo bloque y cuya exégesis se lleva a cabo a lo largo de las páginas siguientes, recoge una serie de contenidos añadidos que deben incorporarse a los documentos de por sí requeridos –mal que no para todos los ámbitos subjetivos ni objetivos– representa un incremento de los deberes de información que directamente afectan a los sujetos que intervienen en esta operación.

Se pone de manifiesto, así, que la información constituye el núcleo de las implicaciones jurídicas que dimanen del precepto considerado. Se configura, de un lado, como elemento que da lugar a la enervación de la interdicción que impedía con carácter previo el desarrollo de fusiones posteriores a adquisiciones apalancadas, garantizando una mayor tutela de los socios a la hora de emitir su decisión sobre la adopción del acuerdo de fusión y, de otro, constituye la base a partir de la cual pueden ejercitarse los correspondientes remedios que operan con posterioridad⁵⁹⁹. Si los primeros van a ser objeto de análisis en el presente capítulo, los segundos constituirán el aspecto fundamental de estudio en el siguiente.

A tal efecto, conviene dilucidar, como punto de partida, la efectiva razón de esa exigencia informativa añadida que contiene el art. 35 LME, que se ha ligado, a nuestro entender, sólo de manera parcialmente adecuada, con la

⁵⁹⁹ MARTÍ MOYA, V., *El procedimiento de fusión de las sociedades mercantiles*, cit., p. 287-288, donde se analiza la causa de nulidad por los vicios informativos ocasionados durante el procedimiento de fusión. En el concreto supuesto de la fusión apalancada, ID., “El *Merger Leveraged Buy-Out* o fusión apalancada...”, cit., pp. 631-632.

formación de la autonomía de la voluntad⁶⁰⁰, tanto de los socios a la hora de adoptar el acuerdo, como de los acreedores en relación con el ejercicio de su derecho de oposición. El carácter específico y especialmente sensible de la fusión con apalancamiento, debido a su particularidades de corte financiero, incrementarían si cabe la función general atribuida a la información en las modificaciones estructurales. Debe plantearse, sin embargo, la razón última de este incremento informativo, que a primera vista constituiría una suerte de aviso para el socio de los riesgos de la operación, eliminando así la posible asimetría informativa que se produciría, de un lado, respecto de los administradores y, de otro, entre el socio mayoritario y los minoritarios⁶⁰¹, según los casos⁶⁰². La apriorística supresión de posibles abusos de los administradores a partir de la elaboración de la correspondiente documentación –excepción hecha de posibles supuestos de falsedad o inexactitud de lo consignado en ella– se uniría a la advertencia dirigida a los posibles riesgos de corte patrimonial. Se ha sostenido, en relación con estos últimos, que ello no implicaría necesariamente la consideración de las fusiones de estas características como supuestos prohibidos de asistencia financiera que serían excepcionadas como consecuencia de la efectiva y

⁶⁰⁰ Quepa hacer alusión aquí a las cuestiones vinculadas a los costes de la asimetría de la información, considerada por los analistas económicos en el Derecho de contratos. Véase por muchos KRONMAN, A. T., “Mistake, disclosure, information, and the Law of contracts”, *J. Legal Stud.*, núm. 7, 1978, pp. 1-34, así como COOTER, R./ ULEN, T., *Law & Economics*, Boston, Pearson Addison Wesley, 2012, pp. 287 y ss.; SHAVELL, S., *Economic analysis of law*, New York, Foundation Press, 2004, pp. 346 y ss.

⁶⁰¹ Ampliamente sobre la cuestión, con anterioridad a la inclusión del art. 2501 bis *Cc* en el ordenamiento italiano, MORANO, A., “Tutela dei soci di minoranza nel *Leveraged Buy-Out*”, *Le Società*, núm. 1, 1990, pp. 11-23.

⁶⁰² Como remedio a los costes de agencia. Sobre la cuestión, ARMOUR, J./ HANSMANN, H./ KRAAKMAN, R., “Agency Problems and Legal Strategies”, en KRAAKMAN et al., *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, 2ª Ed., Oxford, Oxford University Press, 2009, pp. 35-53.

apropiada preparación de los informes, sino que esta última sólo constituiría una tutela para socios y acreedores en relación con situaciones de endeudamiento⁶⁰³. Se prescinde en esta sede de las consideraciones realizadas sobre la interpretación de la fusión como elemento de necesario encuadre en la cláusula general de la prohibición de asistencia financiera, que en la actualidad constituye tan sólo una especialidad del Derecho español⁶⁰⁴. Sin embargo, lo cierto es que incluso en este punto se aprecian suficientes argumentos como para negar el aludido planteamiento, al entender que tanto el endeudamiento excesivo, como los posibles abusos de los administradores, frente a los que la tutela informativa pretende preservar, constituirían aspectos frente a los que actuaría la prohibición de asistencia financiera.

Con todo, decíamos, el postulado de la información como garante de la autonomía privada tan sólo sería parcialmente correcto, no por contener error alguno, sino por incompleto. Resultaría cuanto menos paradójico, si ésta fuese meramente su virtualidad, que se exigiera la elaboración de los diferentes documentos afectados, al menos en la parte añadida explicitada por el art. 35 LME, a supuestos de acuerdo unánime o, como hemos sostenido, de absorción de sociedad íntegramente participada, dado que en estos supuestos no habría verdadera necesidad de una tutela extraordinaria del socio. Así, constituye, a su vez, el elemento que garantiza un posible control *ex post*, sea con fines de invalidación del negocio jurídico de modificación estructural, sea como forma de imputación de responsabilidad, en su caso, a los administradores, como, finalmente, a los efectos de las posibles implicaciones de corte concursal. En este punto, especial relevancia tiene el informe de

⁶⁰³ SPOLIDORO, M. S., “Fusioni pericolose...”, cit., p. 247-251; PICONE, L. G., “Il leveraged buy-out...”, cit., pp. 1402-1407.

⁶⁰⁴ Y sin perjuicio de criticar la excesiva amplitud de la prohibición de asistencia financiera, lo que ya se hizo en un momento anterior.

expertos independientes, habida cuenta de que su función de valoración del proyecto y del informe de los administradores lo configura como marco de cualquier actuación posterior.

En este capítulo, tras una consideración de los efectos de la información para los diferentes agentes económicos vinculados con las sociedades que intervienen en la operación de fusión, compete analizar las diferentes manifestaciones de la misma, que tienen que ver, en esencia, con los tres documentos respecto de los cuales el art. 35 LME establece las reiteradas especialidades. A su vez, se hace alusión a un cuarto –el balance–, el cual, sin perjuicio de no venir referido en el precepto que nos ocupa, adquiere una singular relevancia en el contexto de una operación de las características descritas que no se infiere directamente de su regulación genérica en los arts. 36-38 LME.

II. LA FUNCIÓN DE LA INFORMACIÓN EN LAS MODIFICACIONES ESTRUCTURALES Y EN LA FUSIÓN APALANCADA EN PARTICULAR

Considerando la relevancia que en nuestro Derecho de Sociedades ha tenido la información en relación con las modificaciones estructurales en tiempos recientes, se hace necesario ofrecer, con carácter previo al concreto análisis de la documentación propia de la regulación legal de la fusión apalancada, unas breves notas relativas a la función que cumpliría dicha información, en general, en estas operaciones societarias de gran relevancia patrimonial. En particular, se analizan las especialidades que revisten las fusiones apalancadas para que se requiera una información añadida relativa, en esencia, a la capacidad de hacer frente a las obligaciones contraídas antes

de y durante la operación con endeudamiento. A tal efecto, resulta especialmente sintomático que el contenido añadido del informe de los administradores exigido legalmente requiera tanto una especial alusión a las posibilidades de repago de las obligaciones contraídas, como a los objetivos de la operación. Bien puede trazarse una especial vinculación entre tales imposiciones legales y los posibles problemas o riesgos que pretende tutelar la prohibición de asistencia financiera, que como se ha reiterado, tienen un doble carácter, organizativo y patrimonial. En este sentido, por una parte, sólo a través de una concreta delimitación de la razón de ser de la operación podrá dilucidarse adecuadamente si ésta tiene carácter predatorio⁶⁰⁵. De otro lado, la especificación sobre la capacidad de repago contribuirá a la clarificación sobre las posibles reducciones del valor para los socios, así como para la garantía frente al futurible riesgo de impago de los acreedores⁶⁰⁶ – esencialmente– de la compañía previamente adquirida.

A efectos meramente expositivos, seguidamente se distingue entre las cuestiones que afectan a los diferentes agentes económicos intervinientes en

⁶⁰⁵ Así, CERRATO, S., “Le operazioni...”, cit., p. 583, para quien el informe de administradores debe servir para evitar dudas sobre este aspecto. PÉREZ TROYA, A., *La tutela del accionista*, cit., p. 381 advierte, no obstante, de los posibles problemas vinculados a conflictos de interés que se pudieran suscitar como consecuencia de la necesidad de informar sobre determinados aspectos que para la eficiente actuación futura de la sociedad quizá fuese más oportuno silenciarlos. Los expertos independientes, constituyen un contrapunto, como dice la autora (p. 385), que permite dotar de mayor objetividad a las consideraciones vertidas por los administradores en el documento cuya preparación a ellos atañe.

⁶⁰⁶ CACCHI PESSANI, S., *La tutela dei creditori*, cit., pp. 114-115 expone cómo la información en la fusión apalancada está configurada como medio de estabilización o equivalencia de informaciones entre acreedores previos o externos a la operación y aquellos otros cuya situación acreedora se originaría como consecuencia de las deudas contraídas por la sociedad adquirente para llevar a cabo la compraventa. Entiende este autor, no obstante, que el derecho de oposición de los acreedores, que podrían ejercitar los afectados, una vez conocida la situación patrimonial, no constituiría, en realidad, un instrumento propicio para su tutela, toda vez que no les es posible evitar el colapso de la sociedad resultante de la fusión como consecuencia del elevado endeudamiento más allá de la garantía de la deuda que deba tener lugar (en Derecho español, de conformidad con el art. 44.3 LME).

la operación o que se encuentran directa o indirectamente vinculados con la operación en su conjunto o que pueden verse afectados por la misma. En tal sentido, se presenta la función de la información, de manera separada, para socios y acreedores, pero también se hace alusión a la importancia que para los trabajadores⁶⁰⁷ –destinatarios de la documentación a través de sus representantes– puede revestir la fusión, cuya posición merece siquiera un apunte.

1. La autonomía de la voluntad de los socios

La comprensión de la función de la información en relación con los socios de las sociedades intervinientes y, en el caso de la que tiene lugar como consecuencia de incorporar las características establecidas en el art. 35 LME, tiene su fundamento en la posición de la Junta General como órgano supremo de la sociedad⁶⁰⁸, que debe deliberar sobre la oportunidad de la adopción del acuerdo de modificación estructural. Así, las implicaciones que para los socios tenga la fusión deberán manifestarse adecuadamente en los diversos documentos, habida cuenta de que su decisión deberá basarse en lo allí consignado, dependiendo de éste el convencimiento definitivo de los mismos. Si se piensa en una sociedad abierta, con una importante dispersión del

⁶⁰⁷ MARTÍ MOYA, V., *El procedimiento de fusión de las sociedades mercantiles*, cit., p. 91 da noticia de la novedad de su inclusión en la LME como receptores de la información.

⁶⁰⁸ EMBID IRUJO, J. M., “Caracteres generales de la fusión en nueva Ley de Sociedades Anónimas”, *NotUE*, núm. 76, 1991, pp. 21-28 indica que el informe de administradores tendría como finalidad fundamental la de contribuir a que los socios formen adecuadamente su voluntad en relación con el negocio jurídico a aprobar, en su caso (p. 24). Igualmente, ID., “Notas para el estudio de las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles”, en AA.VV., *Derecho mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Madrid, Civitas, 1991, pp. 293-304 ofrece algunas consideraciones sobre la posición de la Junta General como órgano supremo de la sociedad y su función en la toma de decisiones en materia de modificaciones estructurales (p. 300), para lo que trae a colación la célebre sentencia del BGH *Holz Müller*.

accionariado⁶⁰⁹, la información adquiere, si cabe, una mayor relevancia, puesto que supone el instrumento de tutela básico del socio respecto del órgano de administración. La norma legal persigue evitar la supresión de la soberanía de la Junta General, que podría tener lugar *de facto* si la decisión respecto de la fusión quedase a merced del órgano de administración, que podría, con menor esfuerzo, convencer a los socios de la adopción de un negocio jurídico que no resultase objetivamente favorable para al menos una de las compañías participantes.

Las consecuencias en el caso de modificaciones estructurales son de mayor envergadura que en el resto de casos de adopción de acuerdos sociales, incluidas las modificaciones estatutarias, ya que la dificultad de retrotraer una operación, que en el caso de la fusión da lugar a una concentración patrimonial y de actividad empresarial de tal intensidad y magnitud, resulta mucho mayor. De consecuencias más dramáticas es una fusión en la que la integración de los balances suponga la incorporación de un fuerte endeudamiento, como ocurre en los supuestos del art. 35 LME. La valoración de los socios debe tener en cuenta, a mayor abundamiento, que se encuentra en juego la propia supervivencia de la sociedad, que en otro caso podría verse abocada al concurso. No puede obviarse, con todo, que la voluntad del socio mayoritario, en las fusiones apalancadas, es, en realidad, muy similar en ambas sociedades, dado que la que se podría ver afectada sería la *target* y en ésta, la adquirente tiene al menos el control, cuando no una participación cercana a la totalidad del capital social. Sin embargo, y permaneciendo en el plano de los socios mayoritarios, no ha de desdeñarse que, de un lado, la

⁶⁰⁹ Utilizamos esta nomenclatura por entender que, generalmente, la sociedad abierta revestirá el carácter de sociedad anónima, sin perjuicio de ser conscientes que la compañía podría haber optado por otro tipo social.

adquisición que el art. 35 LME exige puede ser de los activos esenciales⁶¹⁰ – sin perjuicio de lo improbable del caso, como se ha puesto de manifiesto en el capítulo precedente– y que, de otro, el indicado precepto permite una fusión en la que intervenga una *tercera* sociedad en la que, desde el punto de vista del supuesto normativo, no es necesaria participación alguna en la misma por parte de la adquirente. En ambos casos, la información se revela de gran utilidad a la hora de que los socios presten el consentimiento para obligarse. En este sentido, el informe de los administradores supone una exigencia añadida para éstos en la medida en que se les exige que desarrollen el contenido del proyecto, documento que establece las características concretas de la fusión. Dicha mayor explicación tiene como objetivo la manifestación de los diversos problemas o implicaciones de carácter jurídico y económico que pudieran surgir como consecuencia de la fusión en concreto. Frente a ello, el informe de expertos independientes tiene por objeto contrastar dicha información, sirviendo de complemento (crítico) del material preparado por los administradores.

Mayor interés reviste, sin embargo, el caso de los socios minoritarios, cuya posición se encuentra mucho más desprotegida, dado que la decisión relativa a la adopción del acuerdo les afectará incluso en contra de su voluntad si se alcanzase la mayoría legal o estatutaria requerida. En el capítulo anterior hemos sostenido, no obstante, que la adquisición del control a la que alude el

⁶¹⁰ Pese a todo, en este supuesto, la tutela vendrá dada, en buena medida, por el pago realizado por parte de la sociedad adquirente a la *target* por la compra de los activos, por lo que el acento debería ponerse en la exigencia de un precio adecuado. No encontrándose vinculadas ambas sociedades, en principio no existiría el riesgo de que éste no lo fuera, siendo una realidad que el problema de una compraventa de tales características no fuese realizada *at arm's length* tan sólo surgiría en supuestos de grupos de sociedades, para los que no habría necesidad de comprar los activos, puesto que de por sí existiría un control. En los casos de compraventa de activos nos encontramos, indirectamente, ante fórmulas próximas a las contempladas en el Derecho norteamericano.

art. 35 LME debe entenderse, por razones sistemáticas, en el mismo sentido que el art. 42 CCom, por lo que podrá haber supuestos en los que el voto de la sociedad adquirente no sea suficiente⁶¹¹ y el minoritario, a través de la información que se le dispensa, pueda evitar la fusión. En otro caso, la situación es sustancialmente distinta. El derecho de separación del socio⁶¹², que había constituido una fórmula con anterioridad a la adaptación de la Directiva 78/855/CEE (Tercera Directiva de Sociedades), fue eliminado por el coste⁶¹³ a que podía dar lugar para la sociedad resultante y porque no parecía encontrarse en línea con el planteamiento seguido por las normas europeas⁶¹⁴. Así las cosas, la información dispensada al socio minoritario debe contribuir a colmar esa posibilidad. Sin ignorar la posibilidad de venta de las acciones y participaciones, la posible iliquidez del mercado o las restricciones a la transmisibilidad de aquéllas, establecidas legal o estatutariamente, de particular relevancia para socios en la sociedad de responsabilidad limitada, sugieren la necesidad de ulterior análisis si ha de ser la información el eje de la tutela que se pretende dispensar legalmente. Así se llega a la función que la documentación exigida debe tener *a posteriori*, cuyo

⁶¹¹ Como tampoco en los ya referidos casos de compraventa de activos esenciales o de intervención en la fusión de más de dos sociedades.

⁶¹² Véase una sucinta exposición de la evolución de la regulación del derecho de separación desde la Ley de Sociedades Anónimas de 1951 hasta el TRLSA, pasando por las modificaciones operadas por la Ley 83/1968 y la Ley 27/1984 en PÉREZ TROYA, A., *La tutela del accionista*, cit., pp. 505-517.

⁶¹³ DUQUE DOMÍNGUEZ, J., “La fusión en el Proyecto de reforma...”, cit., p. 765; FLAQUER RIUTORT, J., “La protección de los accionistas en los procedimientos de fusión de sociedades”, *CDC*, núm. 10, 1991, pp. 105-172.

⁶¹⁴ Hoy día no se encuentra entre las causas legales que dan lugar al derecho de separación en el art. 346 TRLSC, pero nada impide que, de conformidad con el art. 347 del mismo cuerpo legal, se incorporaran otras, entre las que se encontrarán las modificaciones estructurales. Véase últimamente sobre el derecho de separación, ALONSO LEDESMA, C., “La autonomía de la voluntad en la exclusión y separación de socios”, *RDM*, núm. 287, 2013, pp. 89-125, quien entiende que el antedicho art. 347 TRLSC exige la concreción estatutaria y la “*conurrencia de circunstancias específicas*” (p. 106).

análisis se lleva a cabo en el último capítulo y que tiene que ver, en esencia, con la posibilidad de impugnación del acuerdo adoptado⁶¹⁵ y, en su caso, de la imputación de responsabilidad a los administradores por su actuación.

2. La tutela de acreedores y trabajadores

Cabe hacer referencia, en segundo lugar, a los demás *stakeholders* a los que la LME otorga cierta relevancia y, consecuentemente, son objeto de tutela por parte de la misma, como son los acreedores (incluidos los obligacionistas) y los trabajadores. El art. 39 LME establece que serán destinatarios del informe de administradores, bien a través de su publicación en la página *web* corporativa, bien, en caso de que no se dispusiera de tal, mediante su entrega si fuera solicitado; y el art. 33 LME requiere que, como parte del contenido del informe, se incorporen las consecuencias que tanto para los socios, como para los acreedores y trabajadores se pudieran derivar, lo que evidencia la constatación por parte del legislador de los intereses de ambos colectivos y la voluntad de tutelarlos, de nuevo, a través de la información dispensada mediante tales documentos. Dicha información tiene una virtualidad formal, en la medida en que se les hace partícipes del contenido consignado, no restringiendo su conocimiento a los socios, pero también material, habida cuenta de la referencia que a los mismos debe realizarse de conformidad con el tenor del citado precepto.

En el caso de los acreedores, la cuestión reviste mayor relevancia en el supuesto de las fusiones apalancadas, toda vez que la importante cantidad de

⁶¹⁵ LARGO GIL, R., “La información de los accionistas en la fusión de sociedades”, *RDBB*, núm. 38, 1990, pp. 277-318 se refiere a los posibles instrumentos de tutela *a posteriori* (pp. 285-286) y entiende que el informe de administradores será la base para la delimitación, en su caso, de las posibles responsabilidades de carácter civil que se pudieran derivar (p. 317).

deuda contraída con ocasión de la adquisición previa a la modificación estructural condiciona irremediamente el repago de aquellas que hubiesen contraído las sociedades participantes con carácter previo. Con mayor razón si estatutariamente se hubiese consignado una cláusula que permitiese el ejercicio del derecho de separación a los socios para supuestos de fusión, puesto que la contraprestación que, en su caso, procedería realizar, no sería sino otra salida de líquido que necesariamente habría de ser contemplada en el plan económico y financiero elaborado y para cuya satisfacción resultaría imperiosa la consignación de determinados recursos. Consecuentemente, la información para los acreedores se erige en una forma de tutela, tanto respecto de los socios, como de los *nuevos* acreedores, surgidos con ocasión de la operación con endeudamiento, en la medida en que contribuye a la reducción de la asimetría informativa entre los diversos agentes económicos mencionados.

Pero también se configura como base para el ejercicio del instrumento legal puesto a disposición de este colectivo con carácter *ex ante*, como es, notoriamente, el derecho de oposición⁶¹⁶, que viene configurado en el art. 44 LME como la posibilidad que tienen los acreedores a lo largo del mes que, como mínimo, debe transcurrir entre la preparación del proyecto y los informes y la adopción del acuerdo, de solicitar que se garanticen los créditos que a ellos correspondan con carácter previo a que la modificación estructural se sustancie. Así, no se podrá llevar a cabo la fusión hasta que los créditos de los acreedores que hubiesen ejercido su derecho de oposición quedasen garantizados real o personalmente. Cabe considerar las dificultades que se pueden derivar en una fusión apalancada, en la que el tercero financiador de

⁶¹⁶ CACCHI PESSANI, S., *La tutela dei creditori*, cit., p. 123 y ss. ofrece una crítica a esta opción legislativa, entendiendo que supone una injerencia inasumible por parte de los acreedores en la gestión patrimonial de la sociedad.

la operación podría considerar contrario a sus intereses el hecho de que se ejercitara el indicado derecho, puesto que dado el elevado apalancamiento, resulta improbable suponer que fuese posible lograr una fianza solidaria por parte de una entidad de crédito, lo que abocaría a la sociedad –probablemente la *target*– a constituir una garantía de carácter real, restringiendo, hasta cierto punto, las posibilidades de repago del tercero financiador en caso de concurso. Sin embargo, parece lógico entender que las fusiones apalancadas que se encuentren basadas en un proyecto industrial que busque determinadas sinergias positivas no tendrá dificultades de repago de la totalidad de los acreedores, por lo que el derecho de oposición no debería ser entendido como un desincentivo a los mencionados terceros financiadores. Consecuentemente, tan sólo constituirá un medio para que los *viejos* acreedores canalicen su tutela en casos de operaciones apalancadas puramente predatorias y en las que la compañía resultante no tenga verdadera capacidad de repago.

Resulta oportuno hacer alusión a determinados tipos de acreedores que, pese a la existencia de un derecho de oposición, no pudieran ejercitarlo por desconocimiento. Nos referimos fundamentalmente a acreedores extracontractuales cuyo crédito naciera como consecuencia de una actuación de una de las sociedades intervinientes en la fusión con carácter previo al proyecto de fusión, pero que, sin embargo, el daño no surgiera hasta un momento posterior⁶¹⁷. En buena medida, el art. 1968.2 CC ha sido interpretado en el sentido de que el *dies a quo* del plazo de un año para el ejercicio de la acción de responsabilidad extracontractual lo debía constituir el surgimiento del daño y no la actuación del deudor. Es por ello que, en

⁶¹⁷ Piénsese en supuestos de vertidos químicos en los que el espacio temporal entre la acción de verter en sí misma y el surgimiento del daño se encontraran distanciadas temporalmente.

puridad, el derecho de crédito no existe en un supuesto como el sugerido, por lo que parece lógico que el futuro acreedor no pueda ejercitar su derecho de oposición.

Por lo que se refiere al otro colectivo considerado por los arts. 33 y 39 LME, los trabajadores, la información entregada a los representantes de los mismos no tiene consecuencias más allá del conocimiento para éstos de las implicaciones que la operación de modificación estructural pueda tener. En los casos de fusiones apalancadas, parece que ésta adquiere mayor relevancia por el incremento de la posibilidad de un concurso futuro o, incluso, de reestructuraciones que den lugar a reducciones de plantilla. Sin embargo, el ámbito de tutela no debe buscarse tanto en sede de Derecho de Sociedades, sino más bien en las normas que regulan el Derecho del Trabajo.

III. EL BALANCE: LA AUSENCIA DE ESPECIALIDADES EN DERECHO ESPAÑOL Y EL INFORME DE AUDITORÍA EN LA LEGISLACIÓN ITALIANA

Pese a que no se encuentra entre las especialidades informativas requeridas por el art. 35 LME para los supuestos de fusión apalancada, parece oportuno detenerse en uno de los documentos que acompañan al proyecto o, más bien, en el que se basa para la preparación de la documentación, atendiendo a la importancia que tiene para las operaciones que nos ocupan. El balance, que constituye uno de los elementos que integran las cuentas anuales –aunque no necesariamente, como muestra el propio art. 36 LME y ha sostenido algún sector doctrinal⁶¹⁸–, sirve como base fundamental para la

⁶¹⁸ Puede verse una extensa consideración de este documento en el reciente trabajo de BONARDELL LENZANO, R., *Régimen jurídico de la contabilidad del empresario*, Madrid, Marcial Pons, 2012, pp. 168 y ss., donde se exponen las cuestiones relativas a su configuración a partir de las reglas del art. 35 CCom. En relación con las fusiones,

adición de patrimonios que tiene lugar como consecuencia de la sucesión universal producida con ocasión de una fusión y es a partir del cual se establece el tipo de canje. No es el objetivo de este apartado una consideración pormenorizada de las reglas aplicables al balance, sino más bien traer a colación las particularidades que surgen en el caso de las fusiones apalancadas. Sin embargo, cabe partir, en todo caso, de la función que el documento en cuestión adquiere en el procedimiento de fusión y que se encuentra vinculado, esencialmente, tanto con la información dispensada a los socios y a los demás receptores de la documentación, como con los aspectos valorativos relacionados con la operación de modificación estructural⁶¹⁹.

En primer lugar, el balance sirve, junto a otros posibles documentos financieros exigidos por el tercero financiador de la operación, como elemento objeto de análisis a través del cual su receptor determine el coste de la deuda con él contraída, o lo que es lo mismo, pueda establecer el tipo de interés exigido, que a su vez deberá ser considerado por los administradores tanto en el proyecto, como en el informe elaborado por éstos a los efectos de establecer los recursos necesarios para el repago de la deuda. Este aspecto de

FERNÁNDEZ DEL POZO, L., *El Derecho contable de fusiones y de las otras modificaciones estructurales. Problemática contable en la Ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Madrid, Marcial Pons, 2010, pp. 110, quien considera que su configuración en el art. 11 de la Tercera Directiva de Sociedades como mero estado contable, además de otras cuestiones, impiden calificarlo como verdadero integrante de las cuentas anuales.

⁶¹⁹ Cabría hacer alusión, además, al hecho de constituir el documento que sirve como balance de extinción de sociedad para aquéllas que no sobreviven a la fusión, como ha sido sostenido en la doctrina (LÁZARO SÁNCHEZ, E. J., “Art. 239. Balance de fusión”, en ARROYO MARTÍNEZ, I./ EMBID IRUJO, J. M./ GÓRRIZ LÓPEZ, C. (Coords.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, 2ª Ed., vol. III, Madrid, Tecnos, 2009, pp. 2284-2301, concretamente, en las pp. 2289 y ss.), pero que a lo que no procede hacer referencia en este punto por no constituir uno de los elementos de relevancia en el los supuestos de fusión apalancada.

la función informativa no tiene que ver con la exigida legalmente, sino que se deriva de las relaciones contractuales entre los agentes económicos considerados, en buena medida, *nuevos* acreedores. Sin embargo, sí que puede revestir importancia en el plano del derecho a la información en relación con los receptores de la misma –socios y *viejos* acreedores– en lo que afecta a la previsible valoración que se va a hacer de sus acciones o títulos de deuda a los efectos de garantizar la correspondiente liquidez externa si se pretendiese dejar la vinculación con la compañía a través de la venta de los instrumentos de deuda o patrimonio en los mercados secundarios. En cualquier caso, esta utilidad del balance puede ser garantizada sin necesidad de que sea calificado como “*de fusión*”. Más bien se tratará del de cierre de ejercicio y, a mayor abundamiento, no necesariamente el de la sociedad a la que pertenezcan los socios o frente a la que tengan derechos determinados acreedores –*target*– sino de la sociedad adquirente, a los efectos de tener en cuenta el nivel de endeudamiento con el que cuente⁶²⁰. Es una realidad, con todo, que si la sociedad es de nueva creación o, en cualquier caso, la deuda ha sido contraída con posterioridad al último balance que se hubiese elaborado, no será posible constatar con adecuación el nivel de deuda a los efectos recién evidenciados. En cualquier caso, es de notar que en el plano de los acreedores, constituye un refuerzo respecto a situaciones ordinarias la entrega de un balance directamente⁶²¹, habida cuenta de que no ocurre lo mismo cuando tiene lugar la Junta General ordinaria de aprobación de las

⁶²⁰ De lo que podrán hacer uso los indicados sujetos de conformidad con la regla sobre información previa al acuerdo de fusión que establece el art. 39 LME y, en concreto, con su apartado cuarto.

⁶²¹ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Informe de administradores...”, cit., pp. 492-493 se refiere a la entrega del balance de fusión también a aquellos otros agentes económicos – además de los socios- en los que el legislador observa un interés tutelable.

cuentas anuales, siendo en este caso los destinatarios de la consabida información tan sólo los socios (arts. 196 y 197 TRLSC).

Sin perjuicio de la exigencia legal de elaboración de un plan económico y financiero en el informe de administradores, que respondería a una perspectiva esencialmente dinámica del endeudamiento, en el sentido de tenerlo en cuenta en relación con las entradas y salidas de líquido, sorprende que no haya requerimiento específico en relación con el balance, que presentaría la situación de fuerte endeudamiento desde un punto de vista estático⁶²². La función informativa que el balance tiene para socios y acreedores⁶²³ no se cumple o no recibe la necesaria atención en los concretos supuestos de fusiones apalancadas. Ni el art. 36 ni el art. 39 LME establecen cautelas que pudieran encontrarse en relación con la previsión del art. 35 LME. Tan sólo el apartado segundo del art. 36 del texto legal considerado contiene una previsión relativa a la posible modificación de las valoraciones cuando éstas no atendieran al valor razonable como consecuencia del período temporal transcurrido desde la fecha del balance. Sin embargo, pareciera que dicha referencia a la valoración tendría que ver tan sólo con los activos, no con un incremento del endeudamiento contenido en el pasivo. Como decíamos, si el tiempo transcurrido entre el endeudamiento y la fusión fuera muy breve, no habría forma de exigir la inclusión en el balance de la

⁶²² En tal sentido, cabe hacer referencia a los diferentes ordenamientos que han incorporado tests de solvencia como formas de tutela de los acreedores, sustancialmente el Derecho norteamericano en la ya comentada sección 6.40 RMBCA, donde se requiere una doble prueba, de balance y de liquidez, lo que obliga a la consideración de la deuda, tanto desde el punto de vista estático, como dinámico. Sin perjuicio de que haya oportunidad más adelante de tratar esta cuestión de manera más pormenorizada, lo cierto es que si el art. 35 LME parece tener la fisonomía de un test de solvencia, sería oportuno incorporar al mismo ciertas especialidades sobre el balance y no sólo respecto del informe de los administradores.

⁶²³ En relación con dicha afirmación, véanse las consideraciones de VIVES RUIZ, F./TAPIAS MONNÉ, A., “La Ley de Modificaciones Estructurales. Una norma técnicamente fallida”, *InDret*, núm. 4, 2013, p. 16.

importante elevación del nivel de deuda en la sociedad adquirente, a no ser que se recurriera a principios generales como la responsabilidad precontractual o *culpa in contrahendo*⁶²⁴ por falta de revelación de determinada información, difícilmente aplicable, por lo demás, al existir reglas específicas de tutela informativa en el seno de la legislación reguladora del procedimiento de fusión. Los administradores de la sociedad adquirente, por su parte, no tendrían incentivo alguno a mostrarlo y de ningún modo se les podría imputar una reticencia dolosa⁶²⁵, habida cuenta de que en el proyecto de fusión se haría indicación de los recursos y en el informe de administradores se incluiría el plan económico y financiero.

En segundo lugar, el balance tiene especial relevancia en aquellas fusiones apalancadas cuyo supuesto de hecho lo constituya la previa compraventa endeudada de activos, puesto que la concreta valoración de los mismos tendrá implicaciones que van mucho más allá de los aspectos genéricos de cálculo del tipo de canje⁶²⁶ y que ahondan en la propia disciplina del art. 35 LME. Así, por un lado, puede afectar a la posible subsunción en el supuesto de hecho normativo, puesto que una valoración de determinados

⁶²⁴ Véase las consideraciones a partir del dolo incidental de CABANILLAS SÁNCHEZ, A., “El ámbito de la responsabilidad precontractual o culpa *in contrahendo*”, *RCDI*, núm. 628, 1995, pp. 747-788, particularmente, pp. 775-777. Sobre el comportamiento de buena fe *in contrahendo* cuya vulneración podría dar lugar a posibles responsabilidades, véase ALONSO PÉREZ, M., “La responsabilidad precontractual”, *RCDI*, núm. 485, 1971, pp. 859-922, concretamente, pp. 887-889. En relación con el concreto supuesto de vulneración del deber de información como causa de *culpa in contrahendo*, ampliamente, BASOZÁBAL ARRÚE, X., “En torno a las obligaciones precontractuales de información”, *ADC*, vol. 62, núm. 2, 2009, pp. 647-711, así como GÓMEZ CALLE, E., *Los deberes precontractuales de información*, Madrid, La Ley, 1994.

⁶²⁵ Véanse en relación con la cuestión de la reticencia dolosa, desde un punto de vista civilista, DE VERDA Y BEAMONTE, J. R., “El dolo *in contrahendo*”, *RdP*, núm. 16, 2006, pp. 25-69, particularmente en las pp. 42 y ss.

⁶²⁶ Véase una pormenorizada consideración sobre dichas cuestiones en PÉREZ TROYA, A., *La determinación del tipo de canje en la fusión de sociedades*, Madrid, Marcial Pons, 1998, pp. 77 y ss.

activos que no sea corregida podrá dar lugar, en su caso, a la no consideración de tales como “*de importancia por su valor patrimonial*”. Por otro, la incorrecta valoración de los activos pudiera dar lugar a la mayor dificultad en el establecimiento del nexo causal, puesto que la cantidad de deuda presuntamente destinada a la compra de los mismos revestiría una magnitud menor. En tal sentido, la sociedad adquirente podría contener un endeudamiento en principio desvinculado de la consabida adquisición, para la que destinaría fondos propios cuando, en realidad, debido al mayor valor – *rectius* coste– de lo enajenado, se estaría destinando la deuda contraída. Para uno y otro caso, como se advertía con anterioridad, el apartado segundo del art. 36 LME establece la posibilidad de modificar el balance en la medida en que el “*valor razonable*”⁶²⁷ de los bienes adquiridos hubiese sufrido cambios relevantes^{628 y 629}. En tal sentido, parece más probable que esto acaezca en

⁶²⁷ La incorporación del concepto de valor razonable en las modificaciones estructurales responde, en buena medida, a la tendencia del Derecho contable hacia la consolidación del llamado *fair value* por contraposición al valor histórico. De forma pionera, entre nosotros, se refirió a la cuestión GONDRA ROMERO, J. M., “Significado y función del principio de ‘Imagen Fiel’ (‘True and fair view’) en el sistema del nuevo Derecho de Balances”, en AA.VV., *Derecho mercantil de la Comunidad Económica Europea: estudios en homenaje a José Girón Tena*, Madrid, Civitas, 1991, pp. 553-599, especialmente a partir de la p. 577. Una evolución de la configuración basada en el valor histórico hasta la que tiene como fundamento el valor razonable se puede ver en FORTUNATO, S., “Dal costo storico al ‘fair value’: al di là della rivoluzione contabile”, *Riv. Soc.*, núm. 5, 2007, pp. 941-964. Críticamente en relación con las posibles implicaciones del *fair value*, particularmente puesto en relación con las reglas comunitarias sobre requerimientos de capital en las sociedades anónimas y sus homónimos tipos en el resto de ordenamientos afectados, STRAMPELLI, G., “The IAS/IFRS after the crisis: limiting the impact of fair value accounting on companies’ capital”, *ECFR*, vol. 8, núm. 1, 2011, pp. 1-29.

⁶²⁸ Advertía ya en términos generales SCHÖN, W., “Entwicklung und Perspektiven des Handelsbilanzrechts: vom ADHGB zum IASC”, *ZHR*, núm. 161, 1997, pp. 133-159, de la necesidad de otorgar cierto dinamismo al balance, tanto para el Derecho, como para la economía de la empresa, en el sentido de lograr una mejor delimitación de la actuación del empresario con respecto al futuro (pp. 147-148).

⁶²⁹ Quepa llamar la atención siquiera brevemente sobre la posibilidad de impugnación del balance de fusión del art 38 LME. Sin perjuicio de que ésta surja tan sólo para el socio que entienda que se ve afectado por un tipo de canje apropiado, la incorrecta valoración de los

supuestos en los que se utilice el último balance de situación, siempre que, de conformidad con el apartado primero del precepto aludido, no hubiesen transcurrido más de seis meses. En el caso de hacer uso del balance *ad hoc*, parece que esta realidad resultaría más improbable y que las sociedades tendrán en cuenta las posibles revalorizaciones⁶³⁰.

En el Derecho italiano tampoco existe regla sobre especialidad alguna del balance en la fusión apalancada más allá de la referencia contenida en el art. 2501 quater *Cc*, cuyo contenido es similar al de los apartados primero y tercero del art. 36 LME con la diferencia de que, en el caso de hacerse uso de balance *ad hoc*, el período temporal que puede haber transcurrido no es de tres meses como en el ordenamiento patrio, sino de ciento veinte días. Más allá de esta cuestión de detalle, no existe alusión a la modificabilidad según el valor razonable a la que se refiere el art. 36.2 LME. Si en el régimen de la fusión en general, esto puede generar alguna problemática, la especialidad que supone la cuestión en supuestos de fusión apalancada ha llevado al legislador italiano a incorporar un particular inciso en el art. 2501 bis *Cc* que no tiene equivalente en el art. 35 LME. Tras una primera redacción⁶³¹, vigente hasta 2010, el D. Lgs. de 27 de enero de 2010, n. 39 modificó el texto legal, que en la actualidad reza del siguiente modo: “*Al progetto deve essere allegata una relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti*

bienes en supuestos como el aludido podría dar lugar a dicha situación, propiciando la impugnación por parte del indicado legitimado activo. En términos generales, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Informe de administradores...”, cit., pp. 524-525.

⁶³⁰ Cuyo cálculo podría llevarse a cabo, según expone HENNRICHS, J., “Unternehmensfinanzierung und IFRS im deutschen Mittelstand”, *ZHR*, núm. 170, 2006, pp. 498-521, a través de la actividad que se presume a dichos activos, sustancialmente, mediante la consideración de los flujos de caja descontados (p. 509).

⁶³¹ Véase en relación con la fórmula derogada, por todos, ARDIZZONE, L., “Articolo 2501-bis...”, cit., pp. 506-509. En origen, no era un auditor en términos generales el que debía elaborar el indicado informe, sino la “*società di revisione incaricata della revisione contabile obbligatoria*”, lo que, además, excluía, si se compara con el texto modificado, aquellos informes de auditoría realizados sin obligación.

della società obiettivo o della società acquirente". Se trataría, en cierto sentido, de un informe de auditoría incorporado al proyecto, del que no resulta del todo claro, no obstante, cuál debe ser ni su contenido, ni su función.

Es de notar, en primer lugar, que tras la reforma operada en 2010, no parece restringirse la necesidad de inclusión del informe en supuestos en los que no fuera obligatorio, como había sostenido la doctrina⁶³², sino a todos aquéllos que hubiesen hecho uso del mismo⁶³³. En lo que concierne a su contenido, se plantea la duda de la relación o diferenciación que pueda ésta constituir si se la compara con lo que debe expresar el informe de expertos independientes. Pese a la existencia de algunas voces⁶³⁴ que han sostenido la identidad entre ambos requerimientos, lo que supondría que el auditor debería considerar la razonabilidad de las indicaciones relativas al repago de la deuda, la existencia de una aparente duplicidad parece conducir a una conclusión contraria, lo que, en su caso, requeriría la delimitación del contenido, respecto del cual el tenor literal del texto normativo no incorpora especificación

⁶³² Entendían CACCHI PESSANI, S., *La tutela dei creditori*, cit., p. 104 y PICONE, L. G., "Il leveraged buy-out...", cit., p. 1443, que el precepto hacía alusión a supuestos muy específicos, como de sociedades cotizadas o aseguradoras por su particular rama de actividad o las implicaciones que pudieran derivarse. En relación con las sociedades cotizadas, también, MALGUZZI, A., "La disciplina del leveraged buy-out...", cit., pp. 1053-1054; SALAFIA, V., "Il "leveraged buy out"...", cit., p. 937.

⁶³³ Véase en tal sentido CERRATO, S., "Le operazioni...", cit., p. 586.

⁶³⁴ Así, TAMBURINI, M., "Art. 2501 bis...", cit., p. 2533, quien entiende que la función del informe del auditor es también el análisis del plan económico y financiero contenido en el proyecto. En sentido similar, REBOA, M., "Le operazioni di leveraged buy out...", cit., p. 2533; MORANO, A., "Il merger leveraged buy-out...", cit., p. 958. SACCHI, A., "Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento e attività del revisore. Le relazioni ai sensi dell'art. 2501-bis comma 4 e 5 c. c.", *Cont. nelle soc.*, núm. 2, 2006, pp. 170-194, considera que la diferencia entre el contenido del informe de expertos y el del auditor tiene que ver con la mayor amplitud de la consideración sobre la razonabilidad en el caso del informe de auditor respecto del del experto independiente (p. 182). No se alcanza, sin embargo, a comprender, entonces, cuál sería la razón de tener un informe de experto independiente –si no en los casos que no revistieran especialidad alguna y sin perjuicio de la modificación legislativa de 2010–, sí en el resto de supuestos.

alguna. No se alcanza a comprender la razón de ser de una posible duplicidad de contenidos en ambos documentos, máxime si se piensa que el informe del auditor acompaña al proyecto, que es el documento sobre el que debe fijar su atención el análisis del experto independiente. Ello salvo que se entienda que este último tiene una función de revisión de la revisión, lo que generaría costes difícilmente justificables desde un punto de vista finalista. De este modo, no parece que se genere una mayor fiabilidad informativa si se toma la aludida posición.

La interpretación del precepto en este punto, a nuestro entender, debe ser muy otra, y es que el informe de expertos independientes valora la razonabilidad de lo consignado en el plan económico y financiero, pero no prejuzga la valoración de los activos allí contenida⁶³⁵, lo que conduce a entender que el informe del auditor estaría llamado a suplir esta carencia⁶³⁶. Así, en cierto sentido, este documento contendría una valoración de los activos del balance, sirviendo de elemento parangonable a la posibilidad de revisión del valor razonable⁶³⁷ del apartado segundo del art. 36 LME, constituyendo ésta su función esencial. A mayor abundamiento, en la legislación española sobre modificaciones estructurales, el art. 37 LME exige la verificación del balance por el auditor en los casos en los que ésta fuera obligatoria y siempre que hubiese habido modificaciones de conformidad con

⁶³⁵ Razón por la que SPOLIDORO, M. S., “Fusioni pericolose...”, cit., pp. 259-260 entiende que lo que procede es la consideración de la corrección contable de la documentación preparada por el órgano de administración. Es de la misma opinión PICONE, L. G., “Il leveraged buy-out...”, cit., p. 1442.

⁶³⁶ De esta opinión es, en términos generales, CACCHI PESSANI, S., *La tutela dei creditori*, cit., pp. 108-109, quien no obstante advierte de que el informe no sólo debe considerar el balance, sino también el resto de los aspectos de índole contable o financiera. En sentido similar, CERRATO, S., “Le operazioni...”, cit., p. 588; MALGUZZI, A., “La disciplina del leveraged buy-out...”, cit., p. 1054.

⁶³⁷ Considera MONTALENTI, P., “Il leveraged buyout nel nuovo diritto...”, cit., p. 816, que dicha razonabilidad debe predicarse no sólo del propio valor de los activos en cuestión, sino también de la metodología utilizada para llevar a cabo la oportuna valoración.

el art. 36.2 LME⁶³⁸, aunque dicha disposición es genérica y no específica de los supuestos de fusión apalancada.

Cabe considerar la posibilidad mencionada en el texto de la norma, según la cual el indicado informe debería ser elaborado, bien por el auditor encargado de la revisión de la contabilidad de la sociedad adquirente, bien de la sociedad objetivo. Una interpretación reduccionista pudiera llevar a considerar que tan sólo fuera necesaria la valoración de los activos de uno de los dos balances de las sociedades intervinientes en la fusión, lo que, sin embargo, resulta a todas luces incompatible con el carácter común del proyecto. Si éste debe ser preparado, en el sentido del art. 2501 ter Cc, por los órganos de administración de ambas compañías y debe hacer alusión a los elementos de la sociedad resultante, parece evidente que los activos considerados serán los de ambas o, mejor dicho, los contenidos en la sociedad supérstite o de nueva creación⁶³⁹. La elección que la norma permite tan sólo se refiere a la persona⁶⁴⁰ (física o jurídica) a la que se encomienda la

⁶³⁸ Trata la cuestión SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Informe de administradores...”, cit., pp. 523-524.

⁶³⁹ Compartimos en este punto la tesis de ARDIZZONE, L., “Articolo 2501-bis...”, cit., p. 511. CERRATO, S., “Le operazioni...”, cit., p. 587 considera que la modificación del artículo determinado “*la*” por el determinante numeral “*una*”, operada por el D. de corrección de febrero de 2004, en relación con la elaboración del informe parece dejar claro que necesariamente deberá ser un informe unívoco (igualmente, SPOLIDORO, M. S., “Fusioni pericolose...”, cit., p. 259).

⁶⁴⁰ La expresión supone la elección alternativa de una u otra según PICONE, L. G., “*Il leveraged buy-out...*”, cit., p. 1445.

elaboración del documento⁶⁴¹ y no al objeto de análisis de la misma⁶⁴². Una exégesis en sentido contrario no se cohonestaría bien con la función del precepto, habida cuenta de que podría elegirse la mera auditoría del balance de la sociedad adquirente o, en general, aquél en el que hubiese menos activos, dando lugar a la frustración de los intereses informativos de los sujetos afectados, tanto directa –en la medida en que el balance podría contener incorrecciones relevantes–, como indirectamente, dado que el informe de expertos independientes podría dar lugar a falsos negativos.

Por lo que se refiere al posible supuesto de una *tercera* sociedad participante en la fusión, como se advertía en el capítulo precedente, la inexistencia de referencia en tal sentido en la norma italiana no impide que el precepto sea aplicable, lo que exige considerar las posibles implicaciones de este documento para dicha compañía. Parece evidente que en el mismo deberán considerarse también los activos de la mencionada sociedad, puesto que éstos quedarán integrados en la resultante. Lo que no parece posible es que sea el auditor de esta última el que deba redactar el informe, lo que se deriva tanto del tenor literal del precepto, como de la lógica del mismo, que parece exigir que sea el vinculado a una de las partes intervinientes en la adquisición previa, que es al cabo el núcleo especialmente tutelado.

⁶⁴¹ Advierte TAMBURINI, M., “Art. 2501 bis...”, cit., p. 2533, de que en caso de que no hubiese acuerdo entre las sociedades sobre el auditor encargado de la elaboración del informe, sería posible la existencia de dos documentos que realizaran el correspondiente análisis. A nuestro entender, cabría plantearse, no obstante, si en tal caso cada una de las compañías debería considerar sus propios balances o la parte del balance conjunto que originariamente respondiera al patrimonio de cada una, o bien debería haber una prevalencia de la sociedad con mayor número de activos. Entiende CERRATO, S., “Le operazioni...”, cit., p. 587 que la existencia de varios informes de las diferentes sociedades dotaría de una mayor información y mejoraría el juicio del experto independiente en la medida en que éste podría realizar oportunas comparaciones entre los diversos resultados de la valoración llevada a cabo por los distintos auditores.

⁶⁴² Según SPOLIDORO, M. S., “Fusioni pericolose...”, cit., p. 261, las cuestiones consideradas en el informe deberían referirse a la totalidad de la operación y no tan sólo a la sociedad cuyo auditor elabore el indicado documento.

La cuestión que surge en último término es la de la posible responsabilidad del auditor por el informe cuya elaboración es exigencia del precepto italiano. Para su consideración, no obstante, nos remitimos al análisis del informe de expertos independientes, donde la cuestión será tratada de manera conjunta con la de la posible existencia de otra similar en el caso de los sujetos encargados de preparar el aludido documento⁶⁴³.

IV. EL PROYECTO

El proyecto de fusión constituye el documento fundamental de la fusión, que sirve como base para la decisión de los socios en la Junta General sobre la adopción del acuerdo correspondiente de modificación estructural. Se trata del texto que servirá para delimitar los diversos aspectos que afecten a la operación, por lo que su redacción será eminentemente expositiva y hasta cierto punto neutra, en la medida en que la función de convencimiento de quienes deben votar a favor del mismo correrá de cuenta del informe de los administradores. Éstos deben elaborar dos documentos diferenciados, en los que, si se atiende a los arts. 31 y 33 LME, además de tener un contenido diverso, responden a un fundamento divergente. En el proyecto exponen objetivamente los elementos esenciales de la operación de fusión que se va a llevar a cabo, mientras que en el informe de los administradores detallan las particularidades del mismo y, en concreto, dan cuenta de las implicaciones, tanto en el plano económico, como en el jurídico, que se pudieran derivar, poniendo especial atención, tal y como requiere el texto legal, al tipo de canje y a las dificultades de valoración.

⁶⁴³ Véase, en este mismo capítulo, el apartado VI.4.

En las fusiones apalancadas, los requerimientos dispares se manifiestan de manera similar para los concretos contenidos añadidos exigidos por el art. 35 LME. Así, por una parte, el proyecto debe contener una expresión de los elementos inherentes a la deuda, esto es, de un lado, los recursos a utilizar en el mismo, y, de otro, los diferentes vencimientos que tendrá la deuda a abonar. El informe, por el contrario, requiere la manifestación de los objetivos que se persiguen en la operación y las razones que justifican la adquisición y posterior fusión. Además, establece un ámbito de análisis de mayor amplitud, en la medida en que no sólo la deuda contraída para la adquisición del control o de los activos es la que debe ser atendida por la documentación, sino también la totalidad de la integrada en el balance de la resultante, cuestión que difiere en el caso italiano, como ha sido apuntado en alguna ocasión con carácter previo y seguidamente habrá ocasión de exponer.

Así, en las siguientes páginas se exponen de manera separada los elementos específicos que el proyecto debe contener como consecuencia de la subsunción de determinadas fusiones en el supuesto de hecho normativo del art. 35 LME. De esta manera, y con voluntad puramente expositiva, se toman en consideración, de un lado, las cuestiones relativas a los recursos de los que hacer uso para el repago y, de otro, los plazos o vencimientos, que constituyen los momentos temporales concretos en los que las diferente obligaciones pecuniarias de la sociedad surjan.

1. Los recursos

Indica el primero de los numerales del art. 35 LME que el proyecto *“deberá indicar los recursos [...] previstos para la satisfacción por la sociedad resultante de las deudas contraídas para la adquisición del control*

o de los activos”. La información requerida a los administradores⁶⁴⁴ en este primer documento consiste en la alusión a las cuantías pecuniarias –o, en su caso, *in natura*– cuya utilización sea prevista para el repago de la deuda contraída con ocasión de la adquisición. Conviene, en primer lugar, delimitar el concepto de la deuda a la que el precepto alude y que, en términos generales y por razones sistemáticas, debe responder, por ser la misma, a la definición expuesta en el capítulo precedente como integrante del supuesto de hecho normativo. Surgen, sin embargo, diversos interrogantes en relación con la conceptualización realizada. De entrada, la idea de una deuda que haya de ser repagada *in natura* pudiera resultar paradójica, pero nada impide que ello sea así, teniendo en cuenta, además, que previamente se consideró que la deuda determinante de la aplicación del art. 35 LME debía consistir en una obligación de dar, independientemente de que ésta fuese pecuniaria, quedando excluida, en todo caso, la que diera lugar a una obligación de hacer.

Por otro lado, y centrando la cuestión en el ámbito de los numerales del precepto objeto de estudio, la deuda a la que alude la especialidad referida al proyecto es tan sólo aquella que hubiese sido contraída para adquirir el control o los activos y no su totalidad, como ocurre en la norma del ordenamiento transalpino⁶⁴⁵. Consecuentemente, ésta se encuentra fundamentada en el

⁶⁴⁴ No parece haber duda sobre el hecho de que el proyecto deba ser redactado por los administradores, tal y como se establece de manera genérica en el art. 30 LME. El recurso a la analogía, como han sostenido algunos autores (SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J./ FERNÁNDEZ TORRES, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso...”, cit., p. 121), no se perfila necesario, habida cuenta de que el art. 35 LME, en este sentido, vendría a complementar las indicaciones de la regulación general de las fusiones ordinarias.

⁶⁴⁵ La doctrina italiana advierte de dicha consideración de la deuda. Por todos, CACCHI PESSANI, S., *La tutela de creditorum*, cit., p. 86; PICONE, L. G., “Il leveraged buy-out...”, cit., p. 1422. Entre nosotros, se hace eco de dicha diferenciación LÓPEZ MATEO, A., “Asistencia financiera...”, cit., p. 872, así como GIMENO RIBES, M., “Fin de protección de la norma y *Merger Leveraged Buy-Out* en la sociedad limitada: entre la

negocio de financiación⁶⁴⁶ utilizado para la adquisición, lo que también delimitará el período temporal que deban tener en cuenta los administradores a la hora de concretar los plazos en los que el repago de la deuda tenga lugar. Se plantea, en todo caso, la función que puede tener aquí el nexo “*para*”, que al igual que en el supuesto de hecho normativo, vuelve a adquirir cierta relevancia en este punto. En concreto, la cuestión merece especial consideración cuando la financiación de la que se haga uso sea tan sólo parcialmente utilizada con el fin de llevar a cabo la compraventa y, en el resto, sea destinada, en general, a otros menesteres. A nuestro entender, cuando esto ocurra, si se ha considerado que no nos encontramos ante mera financiación *corriente*, sino que ésta tiene relevancia en lo que al supuesto de hecho normativo se refiere, procederá incorporar en el proyecto tan sólo una indicación relativa a la parte de la deuda efectivamente destinada al fin específico que regula la norma.

La determinación de la cuantía de los pagos a realizar debe tener en cuenta, sin embargo, no sólo el capital prestado que debe ser devuelto, sino el resto de elementos que pudieran configurar los términos amortizativos, es decir, la totalidad de los gastos financieros, dentro de los cuales pueden encontrarse los intereses pactados, cuyo método de cálculo⁶⁴⁷ deberá ser especificado, así como las diversas comisiones que se pudieran derivar y el resto de gastos de parte del deudor (sociedad resultante).

Existenzvernichtungshaftung y el informe de expertos independientes”, *RDM*, núm. 289, 2013, pp. 247-283, concretamente, p. 261.

⁶⁴⁶ Así, EMBID IRUJO, J. M., “En torno al art. 35 de la ley de modificaciones estructurales...”, cit., pp. 104-105. Entre los autores italianos, advierte este extremo TAMBURINI, M., “Art. 2501 bis...”, cit., p. 2530.

⁶⁴⁷ Que dependerá del tipo de financiación ante el que nos encontremos, además de la concreta especie dentro de, por ejemplo, los préstamos bancarios, esto es, según se trate de un francés, un americano o un indexado.

Se plantea la duda, con todo, de la razón de ser de la diferenciación con el art. 2501 bis *Cc*, que ha sido considerada por algunos autores⁶⁴⁸ como un supuesto de redundancia, por entender que constituiría una duplicidad requerir una referencia en el proyecto a los recursos –parciales– para la devolución de la deuda⁶⁴⁹ y seguidamente una alusión en el informe de los administradores a los generales que fueran necesarios para pagar la totalidad de las deudas de las que fuese obligada la sociedad resultante. En tal sentido, la referencia a los primeros acaba siendo expresada por partida doble. Sin perjuicio de lo certero de la apreciación, a nuestro entender la razón de dicha duplicidad debe encontrarse en la propia lógica de complementariedad de los documentos (proyecto e informe) que deben preparar los administradores. Si el primero es meramente expositivo, esto es, requiere en términos generales un contenido expreso explicitado en el art. 31 LME, el segundo tiene un carácter explicativo, del que se colige la función de convencimiento a los socios que deben aprobar la fusión y de advertencia de las implicaciones que la operación de modificación estructural tendrá para ellos y para el resto de sujetos mencionados en el art. 33 LME. Trasladada la cuestión al supuesto de fusión apalancada, el proyecto tiene por objeto la exposición del repago de la deuda contraída como consecuencia de la operación de adquisición, que en último término es la que da lugar a una situación de asistencia financiera por efecto de la fusión y que quedaría en su caso enervada. En cambio, el informe

⁶⁴⁸ De esta opinión son SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J./ FERNÁNDEZ TORRES, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso...”, cit., p. 121, para quienes sería más oportuno utilizar el primer documento para concretar los recursos destinados al repago de la totalidad de la deuda obrante en la sociedad resultante de la fusión y el segundo a la especificación de las fuentes de los mismos –se entiende– en el plan económico y financiero.

⁶⁴⁹ De la que es deudora la sociedad resultante por efecto de la sucesión universal, tal y como refiere EMBID IRUJO, J. M., “En torno al art. 35 de la ley de modificaciones estructurales...”, cit., pp. 104-105.

de los administradores trata las *implicaciones económicas* para, entre otros, los *viejos* acreedores, en concordancia con lo previsto con el art. 33 LME, por lo que toma en consideración la totalidad de las obligaciones de dar de la sociedad resultante. Por tanto, el tenor literal del precepto tiene su fundamento en razones de sistemática legal.

La razón de ser de la diferente configuración del precepto italiano responde a una distribución divergente de las funciones o, más bien, de contenidos, entre los documentos exigidos. Así, como se ha dicho, en el ordenamiento foráneo, el proyecto deberá hacer alusión a los recursos necesarios para el repago de la totalidad de la deuda, mientras que el informe de los administradores deberá referirse a la fuente de los mismos, esto es, a los diferentes elementos que permitan la generación de líquido para hacer frente a los diversos vencimientos⁶⁵⁰.

Lo que precede enlaza con la delimitación de la información que se exige como contenido del proyecto. En tal sentido, cabe entender que la alusión en Derecho español a los recursos supone implícitamente también la exposición de sus fuentes, habida cuenta de que una interpretación reduccionista llevaría a entender que el contenido del primero de los documentos se basaría esencialmente en una serie de cuantías de líquido (o de objetos a entregar) sin mayor especificación. Sin perjuicio de que el informe de los administradores pueda pormenorizar oportunamente este extremo a través de las indicaciones del plan económico y financiero, la diferente distribución de funciones (en

⁶⁵⁰ La conexión, según ARDIZZONE, L., “Articolo 2501-bis...”, cit., p. 497, se producirá en la medida en que el informe de los administradores no podrá innovar, en el sentido de hacer referencia a los mismos recursos, pero indicando, en este segundo documento, sus fuentes. Ello no obstante, otros autores implícitamente han entendido que en el propio proyecto debería hacerse alusión a las fuentes de los recursos. A modo ejemplificativo, PICONE, L. G., “Il leveraged buy-out...”, cit., p. 1424; ALBANESE, A., “Leveraged Buy Out, rifinanziamento del debito originario e costituzione di garanzie reali”, *NGCC*, núm. 22, 2006, pp. 38-55, específicamente en la p. 43.

este punto establecida por los ordenamientos nacional y foráneo) parece exigir que la información dispensada en el caso del primero en el proyecto contenga también una indicación de las fuentes.

A tal efecto, se plantea, en primer término, la naturaleza de dichas fuentes. Resulta evidente que principalmente deberá atenderse a los flujos de caja futuros que genere la sociedad resultante⁶⁵¹, que deberán ponerse en relación con los diversos vencimientos de la deuda contraída, estableciendo así la relación entre cobros y pagos⁶⁵² con el objetivo de mostrar con suficiencia que la posibilidad de repago de la deuda es certera. Frente al balance, esta información responde al planteamiento dinámico de la actividad empresarial, que en buena medida se corresponde con el documento contable que representa el estado de flujos en efectivo, previsto en el art. 254.1 TRLSC. En orden a realizar un adecuado pronóstico de los indicados *cash flows*, parece oportuno tener en cuenta los datos históricos⁶⁵³ de las sociedades intervinientes en la fusión⁶⁵⁴, así como las sinergias⁶⁵⁵ que con ocasión de la fusión se pudieran producir⁶⁵⁶. Dichas entradas podrán tener lugar tanto como

⁶⁵¹ En tal sentido, PICONE, L. G., “*Il leveraged buy-out...*”, cit., p. 1423; SPOLIDORO, M. S., “*Fusioni pericolose...*”, cit., p. 258; CACCHI PESSANI, S., *La tutela dei creditori*, cit., p. 86; MONTALENTI, P., “*Il leveraged buyout nel nuovo diritto...*”, cit., p. 815.

⁶⁵² ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “*Fusión apalancada y asistencia financiera...*”, cit., p. 146 y SERRANO ACITORES, A., *Leveraged Buyouts*, cit., p. 388 proponen la elaboración de una suerte de tabla en la que se pongan en relación los flujos de caja aludidos y los sucesivos pagos de la deuda.

⁶⁵³ ENGERT, A., “*Solvenzanforderungen als gesetzliche Ausschüttungssperre bei Kapitalgesellschaften*”, *ZHR*, núm. 170, 2006, pp. 296-335 los entiende como elementos fundamentales de un test de solvencia para garantizar una cierta diligencia que evite cualquier sesgo excesivamente optimista (p. 326).

⁶⁵⁴ Así, PICONE, L. G., “*Il leveraged buy-out...*”, cit., p. 1431; CACCHI PESSANI, S., *La tutela dei creditori*, cit., p. 95.

⁶⁵⁵ Sin perjuicio de que la explicación de dichas sinergias pueda ser objeto del informe de los administradores a la hora de exponer las razones y los objetivos de la operación. Sobre las sinergias, véase SALAFIA, V., “*Il “leveraged buy out”...*”, cit., p. 937.

⁶⁵⁶ Tal y como sostuvimos en GIMENO RIBES, M., “*Fin de protección de la norma y Merger Leveraged Buy-Out...*”, cit., p. 260.

consecuencia de mejoras productivas, como de determinadas reducciones de costes aplicadas en los procesos productivos de la compañía superviviente⁶⁵⁷. Además de las referencias a las entradas de líquido derivadas de la actividad ordinaria, cabe plantearse si deben tenerse en cuenta también los flujos generados en ocasiones extraordinarias y, en concreto, de determinadas ventas de activos.

A propósito de estas últimas se plantea la cuestión de hasta qué punto dichas actuaciones pueden ser compatibles con el objetivo del régimen especial del art. 35 LME como norma que pretende enervar el efecto de la prohibición de asistencia financiera. Un plan de negocio futuro que parta de dichas premisas pudiera dar lugar a una situación de *asset stripping*, difícilmente compatible con la finalidad de la norma de tutela de los socios minoritarios. A nuestro entender, en estos casos deberá valorarse si la enajenación de determinados bienes constituye parte de una suerte de saneamiento de la sociedad resultante que contribuya a lograr el efecto sinérgico o reorganizativo o, por el contrario, constituye tan sólo un supuesto de operación predatoria que permite el repago de la deuda, pero que en último término acaba por dismantelar la compañía. En tal sentido, la doctrina italiana ha entendido que se debe tratar de venta de activos “*no estratégicos*”⁶⁵⁸, esto es, que pueden resultar redundantes para la actividad futura de la compañía –

⁶⁵⁷ Planteamiento de CACCHI PESSANI, S., *La tutela dei creditori*, cit., p. 87.

⁶⁵⁸ En tal sentido puede verse CERRATO, S., “Le operazioni...”, cit., p. 584, así como TAMBURINI, M., “Art. 2501 bis...”, cit., p. 2531; ARDIZZONE, L., “Articolo 2501-bis...”, cit., p. 498; MONTALENTI, P., “Il leveraged buyout nel nuovo diritto...”, cit., p. 815; ALBANESE, A., “Leveraged Buy-Out, rifinanziamento del debito originario...”, cit., p. 43. Por su parte, SALAFIA, V., “Il “leveraged buy out”...”, cit., p. 937 entiende que la venta de activos es posible, pero que será necesario hacer referencia, también, a los flujos de caja generados por la actividad ordinaria futura de la sociedad.

por ejemplo, por constituir duplicidades⁶⁵⁹– y, entonces, pueda prescindirse de ellos, siendo enajenados y contribuyendo a la generación de líquido. En el mismo sentido pudiera pensarse en una reorganización basada en la desvinculación de determinadas unidades productivas, que puedan ser más eficientes en su actividad productiva separadas de la sociedad resultante, lo que permitiría su enajenación (en tanto venta de empresa), dando lugar a los correspondientes ingresos que constituirían un recurso añadido que destinar al repago de las obligaciones de la sociedad⁶⁶⁰.

Cabe en tercer lugar hacer alusión a la posibilidad de que los recursos a los que se alude en el precepto puedan tener su base en posibles acuerdos de refinanciación futuros⁶⁶¹, esto es, que la deuda contraída para la adquisición pueda ser repagada mediante la contratación de nuevos créditos, lo que parece perfectamente posible⁶⁶², pero a nuestro entender no debe ser objeto de la información estricta que debe constar en el proyecto de fusión. El tenor literal del numeral primero del art. 35 LME hace alusión a los recursos previstos para la satisfacción de la deuda contraída para la adquisición, mientras que la generación de recursos a través de nueva deuda exigiría la indicación de los recursos necesarios para el pago. A mayor abundamiento, no parece que una generación de recursos de estas características se cohoneste con la lógica del precepto, particularmente porque puede generar determinada inseguridad en

⁶⁵⁹ Piénsese en el supuesto de que dos maquinarias del mismo tipo –provenientes de cada una de las sociedades– se encuentren infrautilizadas en la resultante y baste una sola para continuar la futura actividad productiva.

⁶⁶⁰ Así, CACCHI PESSANI, S., *La tutela dei creditori*, cit., p. 87.

⁶⁶¹ Véase en este sentido las opiniones favorables de CERRATO, S., “Le operazioni...”, cit., p. 584; CACCHI PESSANI, S., *La tutela dei creditori*, cit., pp. 87-88; MALGUZZI, A., “La disciplina del leveraged buy-out...”, cit., p. 1048.

⁶⁶² RONCERO SÁNCHEZ, A., “Fusión posterior a adquisición...”, cit., p. 752 considera, al referirse a los plazos, que éstos vendrán delimitados por la duración temporal de la deuda, lo que no impide, a su parecer, que se produzcan posteriores renegociaciones de la deuda, incluso con el propio financiador originario.

el socio que debe votar en la Junta General para la adopción del acuerdo. Y es que la sociedad resultante quedaría a merced de la voluntad del posible futuro financiador, que podría, en su caso, denegar dicho crédito previamente no contratado, viéndose la sociedad abocada al concurso. En línea con lo que se ha sostenido hasta aquí, parece oportuno considerar que la delimitación de los recursos debe basarse meramente en la deuda originaria⁶⁶³. Con todo, no resulta descabellada la introducción de alguna indicación *ad cautelam* por parte de los administradores en el proyecto en la que se haga alusión a posibles fuentes alternativas de obtención de recursos para el caso de que la prospectiva realizada se viera truncada por razones, especialmente, externas a la propia compañía, por ejemplo, repentinas contracciones de la demanda de los bienes producidos o servicios por ella prestados.

Una última posibilidad de obtención de recursos planteada en la doctrina se refiere a que los flujos de caja vengan a través de salidas de líquido de alguna sociedad dependiente de la resultante⁶⁶⁴. Tales casos merecen un análisis diferenciado según la razón de ser del correspondiente flujo. Si consiste en dividendos a los que tenga derecho la dominante en tanto socio de la compañía que hubiese obtenido los beneficios, se trataría de meros ingresos financieros, de igual modo que los derivados de cualquier otro instrumento de patrimonio o deuda que obraran en la cartera de inversión de la sociedad resultante. No puede obviarse en todo caso, las cuestiones que surgieran como consecuencia de la situación de dependencia o grupo y, en concreto, de la teoría de las ventajas compensatorias⁶⁶⁵. Si, por el contrario, se tratase de

⁶⁶³ En el mismo sentido, PICONE, L. G., “Il leveraged buy-out...”, cit., p. 1424 plantea una interpretación restrictiva del precepto, esto es, que los recursos en él aludidos no pueden ser derivados de refinanciaciones de la operación.

⁶⁶⁴ ARDIZZONE, L., “Articolo 2501-bis...”, cit., p. 499.

⁶⁶⁵ Véase sobre este concreto aspecto, MALGUZZI, A., “La disciplina del leveraged buy-out...”, cit., p. 1051.

pagos a título de crédito, habría que considerar si se prevé que se produzcan en condiciones de mercado y, en caso contrario, atender a las posibles reglas de la doctrina de las ventajas compensatorias del Derecho de grupos⁶⁶⁶. Las oportunas indicaciones en tal respecto, no obstante, por su especificidad, deberán ser objeto del informe de administradores.

2. Los plazos

El proyecto de fusión también debe incluir, en los supuestos de fusión apalancada, la indicación de los plazos en los que la deuda utilizada contraída para la compraventa debe ser devuelta. A los efectos del oportuno análisis, huelga reiterar las consideraciones realizadas en lo concerniente al concepto de deuda que el numeral primero del precepto tiene en cuenta por ser el mismo que el objetivado en el apartado precedente. Cabe indicar, en primer término, que el sustantivo utilizado resulta a primera vista técnicamente inadecuado, habida cuenta de que el plazo, en todo caso, lo constituye el período temporal enmarcado por el negocio de financiación, que es, al cabo, el que delimita el contenido de las indicaciones requeridas en el documento objeto de estudio. El hecho de que el sustantivo se encuentre en plural da a entender que, en realidad, la norma hace alusión a los diversos vencimientos que vayan a tener lugar y en los que los recursos previamente determinados deberán ser transferidos a los financiadores.

⁶⁶⁶ Véase en términos generales, BORGES DOS SANTOS GOMES DE ARAUJO, D., “A doutrina Rozenblum do direito francês: o reconhecimento do carácter exoneratório dos grupos de sociedades em matéria de crime de *abus des biens sociaux* e a consequente influência do direito penal na estruturação e no funcionamento dos grupos de sociedades”, en BORGES DOS SANTOS GOMES DE ARAUJO, D./ WARDE JR., W., *Os grupos de sociedades. Organização e exercício da empresa*, Sao Paulo, Saravia, 2012, pp. 83-113.

La previsión legal difiere en este punto del precepto del ordenamiento transalpino, en el que no hay referencia alguna a los plazos –vencimientos–⁶⁶⁷. Dicha diferenciación sería redundante en el caso español, como ha sostenido algún sector doctrinal⁶⁶⁸, por el hecho de que, por un lado, la información se encontrará prevista en el propio negocio de financiación y, por otro, los vencimientos constituirían un elemento al que necesariamente se debería hacer referencia al aludir a los recursos necesarios para el repago de la deuda, en la medida en que el momento temporal en el que éstos fueran generados se revelaría de especial importancia por la necesidad de ponerlo en relación con el momento en el que el pago se debiera producir. El primero de los argumentos traídos a colación no acaba de convencer, pues el negocio de financiación entre la sociedad adquirente y el financiador no tiene por qué ser conocido en sus detalles ni por los socios minoritarios ni por los *viejos* acreedores de la *target*, lo que induce a pensar que no supone un exceso de regulación de la información que deba contener el proyecto. Por el contrario, el segundo sí que parece certero, en la medida en que no tiene sentido hacer alusión a los recursos utilizados para el repago de la deuda si no se indica el momento en el que éstos deben salir de la compañía resultante. En nuestra opinión, la regla del precepto no constituiría sino una opción legislativa. De esta manera, mientras que el legislador italiano habría sobreentendido la referencia a los plazos al requerir la exposición de los recursos, en el ordenamiento patrio se habría optado por resolver la tarea del intérprete exigiendo explícitamente la indicación de los plazos.

⁶⁶⁷ Lo que puntualmente advierten ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera...”, cit., p. 146, así como LÓPEZ MATEO, M. A., “Asistencia financiera...”, cit., p. 871.

⁶⁶⁸ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J./ FERNÁNDEZ TORRES, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso...”, cit., p. 121.

Conviene en este punto traer a colación el contenido práctico que debe tener la información relativa a los plazos *–rectius, vencimientos–*. En este sentido, cabe hacer alusión, siquiera brevemente, a las diferentes formas de endeudamiento referidas en el capítulo precedente. En este sentido, pueden ser divididas dichas configuraciones en tres tipos. La primera, que contaría como forma paradigmática con la apertura de crédito, y dentro de la que podría integrarse algún tipo de préstamo a corto plazo o incluso la emisión de papel comercial o bonos con un horizonte temporal de repago relativamente breve, tendría un solo vencimiento como elemento caracterizador. La deuda objeto de repago, por lo general, de corto plazo, debería ser devuelta en un solo momento en el tiempo. Frente a ello, el segundo tipo de endeudamiento, cuyo ejemplo más clarificador lo constituye la emisión de obligaciones, así como los préstamos de tipo americano⁶⁶⁹, supone la existencia de diversos vencimientos en los que la cuantía pecuniaria a abonar es idéntica en la totalidad de los mismos a excepción del último, cuya magnitud es mucho mayor. Finalmente, el tercer supuesto lo constituyen aquellos negocios de financiación *–fundamentalmente préstamos–* con más de un vencimiento, pero en los que la cuantía a abonar en cada caso, bien es idéntica *–préstamo francés⁶⁷⁰–*, bien similar, pero de imposible determinación *ex ante* por razón de la indexación a un tipo de interés. El caso del *leasing* resulta particular, puesto que dependerá del ejercicio de la opción de compra final su

⁶⁶⁹ En el préstamo francés, los términos amortizativos son idénticos y están basados en un tipo de interés fijo aplicado al capital prestado que resta por ser repagado. De esta manera, lo que se modifica en cada caso es la relación entre cuota de interés y cuota de amortización, descendiendo la primera e incrementándose la segunda conforme avanzan los vencimientos.

⁶⁷⁰ El préstamo americano tiene un tipo de interés fijo que da lugar a un término amortizativo en el que tan sólo se paga cuota de interés a lo largo de los sucesivos vencimientos, excepto en el último, en el que además de la antedicha cuota, procede la devolución de la totalidad del capital.

consideración como del segundo o del tercer tipo. Las aludidas formas de financiación no necesariamente serán unívocas, es decir, que podrá ocurrir que la sociedad adquirente hubiese hecho uso de más de una, por lo que la estructura de los vencimientos resultará en todo caso más compleja, siendo requerida su adecuada pormenorización.

La delimitación prospectiva de los plazos y recursos ha generado la duda en la doctrina, de si el precepto incorporaría indirectamente una suerte de test de solvencia al estilo de algunos ordenamientos anglosajones⁶⁷¹, en los que

⁶⁷¹ En el ordenamiento estadounidense, la norma federal supletoria configura las salidas de líquido a través de un test de solvencia que se encuentra regulado en la sección 6.40 RMBCA. En los ordenamientos estatales en los que existen normas especiales, también puede apreciarse. Cabe tener en cuenta, de manera particular, tanto la normativa de Delaware, en cuyas secciones 170 b y 160 DGCL se encuentra tan sólo un test de balance y no un test de liquidez (*ability-to-pay test*), como la de California, donde existe tanto un test de balance, como un test de liquidez (secciones 500 y 501 del CCC), en sentido similar al de la norma federal, pero con la particularidad de que en test de balance se exige que los activos superen en una cuarta parte a los pasivos, esto es, que los primeros constituyan, en términos pecuniarios, al menos el 125% de los segundos. Se hace referencia a la mayoría de los regímenes existentes en EEUU en BOOTH, R. A., “Capital Requirements in United States Corporation Law”, en LUTTER, M. (Ed.), *Legal Capital in Europe*, Berlin, DeGruyter, 2006, pp. 620-645. En relación con la norma federal, McGOUGH, P., “Statutory limits on a corporation’s right to make distributions to shareholders: the law of distribution in the 1984 revised Model Business Corporation Act”, *Akron L. Rev.*, núm. 21, 1987-1988, pp. 27-44. Para el Derecho de Delaware, véase esencialmente, STEARN, R. J./ KANDESTIN, C. D., “Delaware’s solvency test: what is it and does it make sense? A comparison of solvency tests under the Bankruptcy Code and Delaware Law”, *Del. J. Corp. L.*, núm. 36, 2011, pp. 165-187, en concreto, pp. 174-183. Sobre el caso californiano, BEN-DROR, Y., “An Empirical Study of Distribution Rules Under California Corporations Code § 500: Are Creditors Adequately Protected”, *U. C. Davis L. Rev.*, núm. 16, 1982-1983, pp. 375-418, así como GEVURTZ, F. A., “California’s New Limited Liability Company Act: A Look at the Good, the Bad, and the Ambiguous”, *Pac. L. J.*, núm. 27, 1995-1996, pp. 261-302. Por su parte, el Derecho neozelandés contiene en la sección 4 de la *Companies Act* de 1993 un test de solvencia general y el Derecho sudafricano en la sección 2 de la *Companies Act* de 2008, siendo una particularidad en el último caso la explícita referencia a un período temporal de doce meses que los administradores tendrían que tener en cuenta en su valoración prospectiva a la hora de autorizar salidas de líquido, lo que no obstante, en el caso estadounidense ha sido introducido jurisprudencialmente (cabe aludir en tal sentido a los tres años indicados en *Pereira v. Cogan* 294 B.R. 449 (S. D. N. Y. 2003)). Véase en relación con el Derecho neozelandés, HAYNES, Ch. I., “The Solvency Test: A New Era in Directorial Responsibility”, *Auckland U. L. Rev.*, núm. 8, 1996-1999, pp. 125-141, así como, entre nosotros, la referencia en nota de LÓPEZ MATEO, M. A., “Asistencia financiera...”, cit., p.

se utiliza como forma de restricción de salidas de líquido de la sociedad⁶⁷², sean éstas en forma de dividendos⁶⁷³, sea como recompra de acciones que pasan a integrar la autocartera (*treasury shares*)⁶⁷⁴. Entre las posiciones sostenidas ha habido quienes han negado la posibilidad⁶⁷⁵ y quienes han considerado que el art. 35 LME en realidad sí que contendría un supuesto de test de solvencia⁶⁷⁶. Sin perjuicio de que la cuestión ha de ser dilucidada en conjunción con el informe de administradores, por ser el documento en el que se exige una mayor explicación por parte de quienes son a su vez los autores del proyecto, la temática ha de ser considerada siquiera de manera

872. Para el Derecho sudafricano, VAN DER LINDE, K., “The solvency and liquidity approach in the Companies Act 2008”, *J. S. Afr. L.*, núm. 34, 2009, pp. 224-240.

⁶⁷² Sobre una pretendida superposición de las reglas sobre restricción de salidas de líquido (§ 57 AktG) y prohibición de asistencia financiera (§ 71a AktG) en el ordenamiento alemán, véase HABERSACK, M., “Die finanzielle Unterstützung des Aktienwerbs – Überlegungen zu Zweck und Anwendungsbereich des § 71 a Abs. 1 Satz 1 AktG”, en CREZELIUS, G./HIRTE, H./VIEWEG, K. (Hrsg.), *Festschrift für Volker Röhrich zum 65. Geburtstag*, Köln, Otto Schmidt, 2005, pp. 155-179, concretamente en las pp. 161-165. En sentido similar, con anterioridad, GANSKE, J., “Das Zweite gesellschaftsrechtliche Koordinierungsgesetz vom 13. Dezember 1978”, *DB*, núm. 31, 1978, pp. 2461-2465. Sobre la confrontación entre las “*Ausschüttungssperren*” fundamentadas en el balance, esto es, que tienen su base en el sistema de capital legal mínimo y las que traen causa de una fórmula que se asienta en tests de solvencia, véase KUHNER, Ch., “Zur Zukunft der Kapitalerhaltung durch bilanzielle Ausschüttungssperren im Gesellschaftsrecht der Staaten Europas”, *ZGR*, vol. 34, núm. 6, 2005, pp. 753-787.

⁶⁷³ Véase entre nosotros las consideraciones de VAQUERIZO ALONSO, A., “Distribuciones patrimoniales irregulares al socio en la sociedad anónima”, *RDM*, núm. 230, 1998, pp. 1455-1504.

⁶⁷⁴ MANNING, B./HANKS, J., *Legal Capital*, 3ª Ed., Westbury (NY), The Foundation Press, 1990, pp. 190-192.

⁶⁷⁵ Fundamentalmente es de esta opinión LÓPEZ MATEO, M. A., “Asistencia financiera...”, cit., p. 872, para quien la inexistencia de la fijación legal de un determinado horizonte temporal respecto al que se debería establecer la prospectiva impediría la consideración del precepto como test de solvencia. Para SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J./FERNÁNDEZ TORRES, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso...”, cit., p. 121, el precepto pecaría por defecto, precisamente, por no incluir una exigencia de delimitación de la solvencia de la sociedad, de lo que implícitamente se infiere que el precepto no constituye en sí mismo un supuesto de *solvency test*.

⁶⁷⁶ Fundamentalmente, FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “El nuevo “test de balance”...”, cit., pp. 47-48.

esquemática. La tendencia, tras las declaraciones de intenciones del Informe Winter, en cuyo capítulo tercero⁶⁷⁷ –sin perjuicio de las críticas⁶⁷⁸, así como de posiciones más extremas⁶⁷⁹– se planteaba una transición hacia los tests de solvencia como alternativa al capital, ha sido la de la introducción indirecta de fórmulas que se asemejan o que incluso constituyen test de solvencia en sentido estricto tanto en el Derecho de Sociedades⁶⁸⁰, como Concursal⁶⁸¹, de lo que se ha hecho eco la doctrina de la Europa continental. Como manifestación en el ordenamiento español, la propia Exposición de Motivos de la LME hace alusión a los cambios que se estaban produciendo en el momento de su tramitación y que traían causa de algunas tímidas

⁶⁷⁷ Una exposición breve del trabajo llevado a cabo por el *Informe Winter* (“Report of the High Level Group of Company Law Experts on a modern regulatory framework for Company Law in Europe”) puede verse en GARRIDO GARCÍA, J. M., “El Informe Winter y el gobierno societario en la Unión Europea”, *RdS*, núm. 20, 2003, pp. 111-133, concretamente, pp. 112-113. Sobre la cuestión del capital social y las propuestas relativas a su modificación pueden verse las pp. 81-86 del *Informe*.

⁶⁷⁸ Quizá la más sonada, la del *Arbeitsgruppe Europäisches Gesellschaftsrecht (Group of German Experts on Corporate Law)*, AA.VV., “Zur Entwicklung des europäischen Gesellschaftsrechts: Stellungnahme der Arbeitsgruppe Europäisches Gesellschaftsrecht (Group of German Experts on Corporate Law) zum Report of the High Level Group of Company Law Experts on the modern Regulatory Framework for Company Law in Europe”, *ZIP*, núm. 19, 2003, pp. 863-880, quienes atienden a la cuestión del capital social en la p. 874.

⁶⁷⁹ La sostenida por el grupo liderado por Jonathan RICKFORD, el cual también participó en la elaboración del *Informe Winter*, RICKFORD, J. (Ed.), “Reforming Capital. Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance”, *EBLR*, núm. 15, 2004, pp. 919-1027.

⁶⁸⁰ Véase sobre el art. 2501 bis *Cc*, ABRIANI, N., “Finanziamenti “anomali” dei soci e regole di corretto finanziamento nella società a responsabilità limitata”, en BENAZZO, P./ CERA, M./ PATRIARCA, S. (Coords.), *Il Diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, Torino, UTET, 2011, pp. 317-361, en concreto, en las pp. 338-340. Entre los autores alemanes, en relación con el § 64 GmbHG, que otorga responsabilidad a los administradores que no previesen que determinados pagos de líquido a los socios llevaran al concurso, siempre y cuando éstos no fueran previsibles con la diligencia de un ordenado empresario, MÜLLER, H-F., § “64”, en FLEISCHER, H./ GOETTE, W. (Hrsg.), *Münchener Kommentar zum Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung – GmbHG*, München, C.H. Beck, 2011, pp. 628-699.

⁶⁸¹ DRUKARCZYK, J., “§ 18”, en KIRCHHOF, H-P./ LWOWSKI, H-J./ STÜRNER, R. (Hrsg.), *Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung*, München, C.H. Beck, 2007, pp. 446-463.

actuaciones⁶⁸² que revelaban cierta progresiva asimilación de esta nueva posición, fundamentalmente con motivo de la Directiva 2006/68/UE, que modificó la Segunda Directiva de Derecho de Sociedades.

El marco de política legislativa, al menos hacia el inicio del segundo lustro del s. XXI, parecía preludiar una transformación del panorama societario en relación con la problemática considerada. Cabe analizar si la fisionomía de lo exigido en el art. 35 LME en relación con la información que deben dispensar los administradores responde a la realidad que algunos consideran que representa. El test de solvencia se constituiría como suma de un test de balance y una prueba de liquidez⁶⁸³, correspondiendo el precepto aludido tan sólo al segundo de los elementos. El primero, por su parte, aparece en algunos preceptos de la legislación sobre sociedades de capital, paradigmáticamente el art. 273.2 TRLSC⁶⁸⁴, en el que se impide el reparto directo o indirecto de dividendos a no ser que el patrimonio neto sea superior

⁶⁸² En términos generales, no obstante, desde la UE no se ha producido una actuación que revele una suerte de cambio radical en el sistema actual, tal y como muestra GARCÍA MANDALÓNIZ, M., “El cuestionado sentido del régimen jurídico del capital social”, en HIERRO ANIBARRO, S. (Dir.), *Simplificar el Derecho de Sociedades*, Madrid, Marcial Pons, 2010, pp. 253-347, esencialmente en las pp. 330-331. Últimamente, GARRIDO GARCÍA, J. M., “Capital social y reglas de solvencia”, en GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J. (Coord.), *Liber Amicorum Juan Luis Iglesias*, Madrid, Civitas, 2014, pp. 519-550, en concreto, pp. 535-536, donde se refiere a la reacción del grupo liderado por Marcus LUTTER y a la posterior consideración por parte de la Comisión de que no procedía modificación alguna del sistema en términos generales, lo que se derivó del Informe encargado a KPMG, AA.VV., *Contract ETD/2006/IM/F2/71. Feasibility study on an alternative to the capital maintenance regime established by the Second Company Law Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 and an examination of the impact on profit distribution of the new EU-accounting regime. Main report*, KPMG, 2008.

⁶⁸³ Téngase en cuenta, en términos generales, por lo que se refiere a las diferencias entre el test de balance y el test de liquidez o test de *cash flows*, el trabajo de HEATON, J. B., “Solvency Tests”, *Bus. Law.*, núm. 62, 2006-2007, pp. 983-1006, y, de manera específica, en las pp. 988-990 y 991-995 respectivamente.

⁶⁸⁴ Advierte de esta realidad FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “El nuevo “test de balance”...”, cit., pp. 37-38, quien también alude a la referencia similar contenida en sede de adquisiciones derivativas de acciones (art. 146.1 b) TRLSC).

al capital social, lo que supone tanto como decir que los activos obrantes en la sociedad sean superiores a los recursos ajenos y a la cuantía del capital social sumados. La primera crítica que se le podría hacer a la postura que entiende que el art. 35 LME debe ser entendido como test de solvencia partiría, precisamente, de no incorporar la parte correspondiente al test de balance⁶⁸⁵. Con todo, hemos considerado la íntima relación existente entre el art. 35 LME y la prohibición de asistencia financiera. Legalmente, pese a su aireada inconsistencia⁶⁸⁶, esta última se configura como un fraude de ley respecto del régimen de autocartera, dentro del que ha de ser considerado el art. 146 b) TRLSC⁶⁸⁷, que establece un test de balance con unas características prácticamente idénticas a las del precepto relativo a las posibilidades de reparto de dividendos. De esta manera, pese a no encontrarse explícitamente incluido el aludido test de balance en el artículo 35 LME y ante necesidad de consonancia con el resto de las normas de la legislación de sociedades de capital –si no sistemáticamente relacionadas, sí al menos de necesario respeto–, no resulta inapropiado entenderlo como subyacente a la norma considerada. Y, pese a todo, si se entiende que la falta de un test de balance invalida la comprensión del art. 35 LME como test de solvencia, queda al

⁶⁸⁵ Sólo resultaría superfluo, entiende JUNGSMANN, C., “Solvenztest- versus Kapitalschutzregeln. Zwei Systeme im Spannungsfeld von Gläubigerschutz und Finanzierungsfreiheit der Kapitalgesellschaft”, *ZGR*, vol. 35, núm. 5, 2006, pp. 638-682, si la futura liquidez de la sociedad quedase garantizada a muy largo plazo (p. 660).

⁶⁸⁶ Ampliamente argumentada por VICENT CHULIÁ, F., “Norma aplicable, analogía...”, *cit.*, p. 13535.

⁶⁸⁷ La razón de ser de esta configuración en sede de autocartera, entiende VÁZQUEZ CUETO, J. C., *Régimen jurídico*, *cit.*, p. 334, se encontraría en la defensa de la integridad y del valor real efectivo del capital social, razón por la cual la norma no contiene una prueba de liquidez, sino un requisito de pura comparación de partidas contables. Críticamente sobre el mantenimiento de la diferencia de regímenes de sociedades anónimas y sociedades de responsabilidad limitada en esta cuestión tras el TRLSC, VELASCO SAN PEDRO, L., “Los negocios sobre las propias participaciones y acciones”, *RdS*, núm. 36, 2011, pp. 123-132, pp. 127-128.

menos plantear si concurren en el mismo los caracteres de un test de liquidez, que constituye la segunda parte del mismo.

La prueba de liquidez, *ability-to-pay test*, o test de *cash flows* no focaliza su atención en elementos contables, sino que, por el contrario, tiene en cuenta la perspectiva puramente dinámica de la actividad empresarial. En tal sentido, dos son los elementos que entre algunos autores continentales⁶⁸⁸ se han entendido como definidores de la estructura de una institución de estas características, a saber, la existencia de un plazo y la referencia a los flujos de caja futuros⁶⁸⁹, que habrán de ponerse en relación con los diferentes vencimientos de la deuda de la sociedad. El art. 35 LME no contiene un plazo –término en sentido estricto, no los “*plazos*” mencionados en el primer numeral, como tampoco el plazo trienal indicado en el supuesto de hecho normativo, que tan sólo sirve como elemento del mismo– que haga alusión al período temporal que los administradores deben tener en cuenta a la hora de elaborar el documento que sirva como base a la posterior fusión. Sin embargo, ello no debe impedir su consideración, habida cuenta de que la especialidad relativa al proyecto requiere una suerte de prognosis en la que los encargados de la elaboración del mismo deben tener en cuenta la situación futura de la compañía. En tal sentido, la explícita alusión a los vencimientos de la deuda en el art. 35 LME parece sugerir esta mirada hacia el futuro próximo que el órgano de administración debe llevar a cabo. Si atendemos al Derecho comparado, pese a que la sección 2 de la *Companies Act* de 2008 de Sudáfrica

⁶⁸⁸ Paradigmáticamente, en su propuesta *de lege ferenda*, MARX, P., *Der Solvenztest als Alternative*, cit., pp. 192-195.

⁶⁸⁹ La idea de un test de solvencia que sea *forward-looking*, como indican PELLENS, B/SELLHORN, T., “Improving Creditor Protection through IFRS Reporting and Solvency Tests”, en LUTTER, M. (Ed.), *Legal Capital in Europe*, Berlin, DeGruyter, 2006, pp. 365-393, en concreto, pp. 380-381 no debe suponer una ignorancia de los datos históricos para delimitar las posibilidades de generación de flujos de caja futuros.

incorpora un período temporal concreto al que los redactores deben atender, no es éste el caso ni de la sección 6.40 RMBCA ni tampoco de la sección 4 de la *Companies Act* de 1993 neozelandesa⁶⁹⁰. Ello, sin embargo, no parece haber impedido al legislador ni a la doctrina considerarlo como tal, dando mayor flexibilidad y permitiendo a la jurisprudencia determinar, en cada caso, el período temporal concreto. Quizá más que la explícita alusión legal a un término, sea el requerimiento de una prognosis el verdaderamente relevante.

Pese a todo, podría incluso entenderse que el plazo se encontrara implícitamente contenido en el precepto analizado, habida cuenta de que éste requiere la consideración de los vencimientos de las obligaciones de la sociedad resultante, que, como se ha dicho, en el proyecto tan sólo abarca las de la deuda contraída para la adquisición del control o de los activos, mientras que en el informe lo es de la totalidad de la que afecte a la compañía. Sea como fuere, el período vendría delimitado, precisamente, por el tiempo que duren las obligaciones que traigan causa de dicha deuda⁶⁹¹ y que, en buena medida, se corresponde con los preceptos de los ordenamientos anglosajones traídos a colación como elemento de contraste⁶⁹².

De esta perspectiva, sin embargo, surgen dos cuestiones que requieren ser dilucidadas. En primer lugar se plantea la duda de si el término debe estar delimitado por las obligaciones dimanantes de la deuda de obligada consideración en el proyecto o, por el contrario, de la totalidad de la misma, cuya plasmación tan sólo sería obligatoria en el informe de los

⁶⁹⁰ Véase sobre las dificultades hermenéuticas y prácticas que ello genera, JUNGSMANN, C., “Solvenztest- versus Kapitalschutzregeln...”, cit., pp. 650-651.

⁶⁹¹ Véase en este sentido, sobre el contenido general del informe de los administradores, ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera...”, cit., p. 147.

⁶⁹² Las diferentes normas utilizan expresiones como “*mature*” o “*as they come due*”, que parecen sugerir la referida idea.

administradores. A nuestro juicio, la deuda relevante para el test de solvencia debe ser, por cuestiones de coherencia, la de la totalidad de las obligaciones que afecten a la sociedad resultante, dado que, de lo contrario, se frustraría la función de la norma. De un lado, cualquier test de solvencia en los ordenamientos comparados tiene vocación de totalidad. De otro, si lo que se busca es la eliminación de la asimetría informativa entre *viejos* y *nuevos* acreedores, así como, en último término, la tutela de los primeros, no resulta del todo lógico tener en cuenta tan sólo la deuda de los segundos, especialmente porque, a mayor abundamiento, la situación de liquidez debe reputarse de la integridad de la compañía y no tan sólo de una concreta operación, como si de un compartimento estanco se tratara. Ello nos debe llevar a sostener que el test de solvencia no puede ser una institución que afecte al proyecto –al contrario que en el caso italiano, por razones obvias–, sino que deberá entenderse aplicable a la suma de ambos documentos, precisamente, por su apriorística idéntica autoría, a salvo mayores consideraciones posteriores.

La segunda consideración que conviene analizar es la de los supuestos de deudas que afecten a la sociedad, pero que tengan vencimientos a muy largo plazo⁶⁹³. Si tenemos en cuenta las situaciones en el Derecho comparado, tanto en los supuestos de delimitación legal, propuestas legislativas –por ejemplo, el *Informe Winter*– o concreción jurisprudencial, el plazo más extenso a partir del cual los administradores deben llevar a cabo su prognosis de futuro no excede en ningún caso de los tres años. El numeral segundo del art. 35 LME,

⁶⁹³ Piénsese en determinada financiación llevada a cabo mediante emisión de obligaciones cuyo horizonte temporal sea de diez años o incluso de más anualidades y que, por ejemplo, a lo largo del período temporal indicado la sociedad resultante tan sólo debiera abonar los cupones, debiendo tener lugar el repago de la integridad del capital prestado en el último vencimiento.

sin embargo, no hace distinciones en este punto entre la deuda de corto y la de largo plazo, lo que induce a entender que toda ella deberá ser considerada, al menos en el segundo documento –y también en el primero en el caso italiano–. Ello no obstante, ello no impide que se pueda hablar en este punto de test de solvencia, habida cuenta de que la característica de éste es una prognosis de las posibilidades de repago de la deuda futura, con independencia de que se restrinja el ámbito temporal futuro o no⁶⁹⁴.

Por lo que se refiere al segundo de los elementos caracterizadores de los tests de solvencia, la consideración relativa a los flujos de caja futuros (*cash flows*), el hecho de que se exija a los administradores la prognosis sobre los recursos que van a ser utilizados en el repago de la deuda, lo que se reitera en el informe de los administradores –no así, con todo, en el precepto italiano, donde no obstante, parece que la alusión al plan económico y financiero y a las fuentes de los recursos indirectamente lleva a una conclusión similar–, parece disipar cualquier duda sobre la concurrencia del mismo.

Siendo cierta la existencia de un test de solvencia, que se puede predicar, al menos, de la conjunción de los documentos que deben elaborar los administradores, conviene delimitar las consecuencias de los mismos y, en su caso, la existencia de una posible responsabilidad de los mismos por el juicio emitido. Sin perjuicio de una mayor pormenorización, parece oportuno, cuanto menos, establecer las líneas generales de lo que, a nuestro entender, debe ser la respuesta al interrogante. Los posicionamientos en la doctrina han sido dispares, de forma que ha habido quien ha negado la posibilidad de

⁶⁹⁴ Ha entendido ENGERT, A., “Solvenzanforderungen als gesetzliche Ausschüttungssperre...”, cit., p. 325 que el establecimiento de un plazo en la configuración de un test de solvencia no debe suponer que aquellas obligaciones que afecten a la sociedad con posterioridad a dicho término deban ser irrelevantes y, consiguientemente, ignoradas, sino que la diligencia exigida (“*Sorgfaltsmaßstab*”) será menor.

extraer cualquier consecuencia en el sentido aludido⁶⁹⁵, quienes han considerado que se trataría de una suerte de un “*juicio de previsión*”⁶⁹⁶, o “*prudente valoración*”⁶⁹⁷, pero de la que no cabe negar cierta responsabilidad y, finalmente, quienes han afirmado la existencia de dichas consecuencias⁶⁹⁸. A nuestro entender, la cuestión ha de ser resuelta diferenciando según nos encontremos ante supuestos de falta de diligencia o radicalmente dolosos. En el primero de los casos, habrá que determinar hasta dónde alcanza el deber de diligencia y si se debe aplicar una cierta inmunidad del administrador por la discrecionalidad empresarial en razón de la *business judgement rule* (art. 226 TRLSC)⁶⁹⁹. En los casos dolosos, por el contrario, la responsabilidad debe darse, a nuestro juicio, en todo caso por vulneración del deber de lealtad.

V. EL INFORME DE LOS ADMINISTRADORES

El numeral segundo del art. 35 LME hace alusión a las especialidades que debe contener el informe de los administradores. En el mismo debe incluirse, de un lado, una información más pormenorizada en relación con los aspectos patrimoniales explicitados en el proyecto, considerando la totalidad de la deuda a cuya devolución venga obligada la sociedad resultante y

⁶⁹⁵ En tal sentido, YUSTE DE AYALA, G., “El impacto de la Ley 3/2009...”, cit., p. 43.

⁶⁹⁶ Tal es la expresión utilizada por LÓPEZ MATEO, M. A., “Asistencia financiera...”, cit., p. 871, que no considera que deba producirse necesariamente el cumplimiento de lo previsto, pero que no obstante entiende que podría dar lugar a responsabilidad (p. 873), aunque no por falta de exactitud (p. 874).

⁶⁹⁷ Así, CERRATO, S., “Le operazioni...”, cit., p. 585.

⁶⁹⁸ SERRANO ACITORES, A., *Leveraged Buyouts*, cit., p. 388. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J./ FERNÁNDEZ TORRES, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso...”, cit., p. 121, por su parte, consideran que nos encontraríamos en este punto ante una responsabilidad derivada de contrato, lo que se generaría por incumplimiento de la preparación del proyecto e incluso por falta de diligencia –al menos en su elaboración.

⁶⁹⁹ Véanse sobre esta cuestión las consideraciones de MALGUZZI, A., “La disciplina del *leveraged buy-out*...”, cit., p. 1044.

estableciendo un plan económico y financiero que provea cierto detalle a la hora de exponer los diferentes recursos necesarios para garantizar el retorno de la deuda. Dentro de este plan, expresión última de la prognosis que se requiere al administrador en la elaboración de este documento, deberán ser explicados, a su vez, los objetivos que se pretendan lograr para poder generar los recursos previstos. Por otro lado, el precepto exige la explicación de las razones de la operación y, en concreto, tanto de la compraventa que permita la obtención del control o de los activos relevantes, como de la fusión que tenga lugar con posterioridad⁷⁰⁰.

El informe, al igual que ocurría con el proyecto, pretende servir de contrapeso frente a la asimetría informativa producida, de un lado, entre el socio mayoritario que constituye la sociedad adquirente en tanto ostentadora de la mayoría del capital social de la *target* –a salvo, como es lógico, los supuestos de *asset deal*– y los minoritarios. De otro, la asimetría puede producirse, como también se ha insinuado con anterioridad, y por tanto debe ser objeto de tutela a través de este incremento informativo, entre los acreedores existentes con anterioridad al comienzo de la operación y aquellos otros que surgieran con ocasión de la misma, esto es, que fueran la contraparte del negocio de financiación⁷⁰¹. Las exigencias informativas añadidas y, en concreto, la redacción pormenorizada de determinadas cuestiones específicas relacionadas, fundamentalmente, con aspectos financieros y patrimoniales, que son contenido exigido en el informe de los administradores, son una

⁷⁰⁰ Las cuales, entiende LÓPEZ MATEO, M. A., “Asistencia financiera...”, cit., p. 875, serían más relevantes que las informaciones de índole patrimonial del plan económico y financiero, por cuanto estas últimas constituirían tan sólo una repetición –con cierta pormenorización– de lo ya consignado en el proyecto.

⁷⁰¹ En términos generales, sobre la función de tutela de la asimetría informativa producida, PICONE, L. G., “Il leveraged buy-out...”, cit., p. 1434.

garantía añadida establecida por el legislador en el procedimiento de fusión⁷⁰² para los supuestos en los que se cumplan los requisitos establecidos en el apartado primero del art. 35 LME.

En el presente apartado se tratarán los contenidos aludidos, diferenciando entre aquéllos que tienen que ver con la concepción de la operación en sí misma y las razones que a ella subyacen de los demás aspectos de carácter patrimonial que permiten dilucidar si es posible un repago de la deuda o si, por el contrario, existe un riesgo de insolvencia que dé lugar a una situación concursal. Con carácter previo, no obstante, se dará cuenta de algunas cuestiones relativas al contenido general del informe de los administradores, que, pese a no ser específicamente consideradas por el art. 35 LME, merecen cierta atención por las posibles implicaciones que, derivadas de su especialidad, pudieran plantearse en los supuestos de fusión apalancada.

1. Breve referencia al contenido general

En los aspectos generales cuya incorporación exige la legalidad vigente, el informe de los administradores constituye el documento en el que los autores profundizan y explican las líneas generales de la modificación estructural establecidas en el proyecto. En este sentido, tal pormenorización tiene por objeto el convencimiento de los socios, pero también es la base a partir de la cual los acreedores pueden ejercer su derecho de oposición al estimar, una vez atendidas las consideraciones de los administradores en el informe, que los planteamientos establecidos en el proyecto no constituyen

⁷⁰² La idea de procedimiento en este concreto supuesto de fusión viene sugerida por SPOLIDORO, M. S., “Fusioni pericolose...”, cit., p. 256.

una serie de informaciones faltas de fundamento, sino que tienen se basan en un adecuado análisis y responden a una metodología correctamente aplicada.

La explicación que deben llevar a cabo los autores del informe tiene que ver, más allá de la justificación propia que se requiere en términos jurídicos y económicos, con el tipo de canje y con las dificultades de valoración, así como las implicaciones que lo previsto en el art. 31 LME tuvieran para socios, acreedores y trabajadores. El objeto de este apartado no es llevar a cabo el análisis de dicho contenido en términos generales, que no es el fin del presente trabajo, sino más bien determinar las posibles consecuencias que dichas exigencias de contenido pudieran tener para los supuestos de fusiones apalancadas. Así, en primer lugar, el tipo de canje se encuentra íntimamente relacionado con la previa adecuada valoración de los patrimonios de las sociedades intervinientes en la fusión, respecto de la que, como se ha sostenido con anterioridad, pueden derivarse situaciones problemáticas en relación con la manifestación contable del mismo, que encuentra su principal expresión en los balances de ambas. La existencia de activos cuya valoración, por su volatilidad, resulte de cierta complejidad podría llegar a empañar la adecuada determinación del canje de valores, beneficiando a unos socios y perjudicando a los demás. En segundo lugar, tanto acreedores como socios minoritarios y trabajadores requieren explicaciones más pormenorizadas de las diversas consecuencias que la modificación estructural vaya a traer consigo, lo que en los supuestos del art. 35 LME puede presentar distintas aristas derivadas de las formas de implementar las futuras medidas de índole empresarial conducentes a la obtención de los recursos líquidos que garanticen el repago de la deuda y la sostenibilidad de la compañía en el largo plazo.

1.1. El canje de valores y las dificultades de valoración

La escasa atención prestada a los aspectos relativos a la determinación del canje de valores en las fusiones resulta más acusada, si cabe, cuando nos encontramos ante operaciones apalancadas como las hasta ahora analizadas. La cuestión tiene particular interés si se atiende, en primer lugar a los aspectos problemáticos antes evidenciados relacionados con el balance. La previa valoración adecuada del patrimonio social se configura como condición necesaria o requisito primigenio para la correcta determinación del tipo de canje⁷⁰³, sin perjuicio de que en la actualidad, y al contrario de la regulación legislativa existente con carácter previo, no hay una exigencia explícita en este sentido en el numeral segundo del art. 31 LME. Parece razonable, en todo caso, partir de esta premisa –máxime teniendo en cuenta que el propio art. 25 LME lo requiere–, sin perjuicio de que pudieran operar criterios diferentes añadidos en la concreción del tipo.

Siendo esto así, los balances de ambas compañías constituirían el punto de partida del cálculo antedicho, con las evidentes dificultades que surgirían, particularmente en supuestos de alta volatilidad del valor de los activos que obraran en aquéllos. Sin embargo, los sujetos a quienes va dirigida la tutela en este sentido (principalmente, los socios minoritarios de la sociedad objetivo), no parece que se vayan a encontrar en una situación de

⁷⁰³ Ampliamente, PÉREZ TROYA, A., *La determinación del tipo de canje*, cit., pp. 78-79 quien entiende que la correcta interpretación del ya derogado art. 235 b) TRLSA debía ser en el sentido de considerar, fundamentalmente, el valor real del patrimonio social para determinar el canje, pudiéndose, no obstante, introducir otros elementos para contribuir al cálculo que deberían tener, necesariamente, carácter secundario.

desprotección, dado que si existiera cierta tendencia a elevar el valor de los bienes del patrimonio de la *target* con el objetivo, de un lado, de justificar un precio más elevado de adquisición y, consecuentemente, de un mayor nivel de endeudamiento, así como, de otro, mostrar la existencia de bienes suficientes como para hacer frente al repago de la deuda, incluso a través de la enajenación de los no estratégicos y subsiguiente obtención de líquido, ello, redundaría positivamente en los afectados. Los socios minoritarios de la *target*, en este sentido, obtendrían un mayor valor de canje. En buena medida, las exigencias informativas –esencialmente de carácter financiero-patrimonial– relativas al informe de administradores en los supuestos regulados por el art. 35 LME constituyen una suerte de contrapeso que garantiza una tutela del socio.

Por lo demás, el informe de los administradores deberá atender a las dificultades de valoración en mayor medida, si cabe, que en los casos de fusiones ordinarias, toda vez que la adecuada valoración de las partidas del balance es el punto de partida para la correcta elaboración del plan económico y financiero que el art. 35 LME exige. A tal efecto, y sin perjuicio de las consideraciones realizadas en sede de dicho documento contable, así como las indicaciones que en lo que a la delimitación de los recursos tanto en el proyecto como en el informe de los administradores, como, finalmente, en la valoración de la razonabilidad económica que los expertos independientes deben llevar a cabo, cabe aludir, siquiera brevemente, a la incidencia que ello pueda tener en relación con el contenido general del referido art. 33 LME. En tal sentido, la valoración de las partidas se encuentra íntimamente vinculada con la posibilidad certera de repago de la deuda contraída, condición esencial que parece exigir el art. 35 LME para dar lugar a la enervación de la prohibición de asistencia financiera, tiene una incidencia indirecta –*rectius*

conexa— con la determinación del valor de canje. A tal efecto, se hace necesaria una indicación explícita de la metodología utilizada en la valoración, de manera que ésta sirva de elemento informativo para los *stakeholders* a los que la legislación se refiere, así como para el oportuno control por parte de los expertos independientes.

1.2. Las implicaciones para socios, acreedores y trabajadores

El art. 33 LME incorpora también en el contenido del informe de los administradores una referencia a la necesidad de aludir a las implicaciones para socios, acreedores y trabajadores, tanto en el cambio económico, como en ámbito jurídico. Por lo que respecta a los primeros, además de las cuestiones relativas al canje de valores, es un lugar común advertir de la dilución que se produce, que supone, al tiempo, una reducción de la capacidad de decisión del socio minoritario. En una fusión apalancada ello tiene, si cabe, mayor relevancia en tanto que los socios de la sociedad adquirente pasan a tener una proporción del capital social de la resultante mayor al que tenían en la *target* de forma indirecta. De esta manera, los minoritarios de la compañía objetivo reducen su capacidad decisoria, lo que, en los casos en los que la adquirente no hubiese ostentado una mayoría suficiente como para tomar la totalidad de las decisiones de índole societaria en la Junta General con anterioridad a que la fusión tuviera lugar, puede dar lugar a la inversión de esta situación.

En cuanto a los acreedores y, en concreto, a aquéllos cuya deuda fuese anterior a la modificación estructural en cuestión, más allá del posible riesgo de insolvencia que, en su caso, corresponde al contenido específicamente requerido por el art. 35 LME, merece llamar la atención sobre aquellas

posiciones que, por su particular carácter, puedan verse afectadas. Nos referimos a quienes ostenten algún tipo de obligaciones convertibles o subordinadas. A nuestro entender, el informe deberá dar cuenta de la posibilidad de que, atendidas determinadas dificultades de repago de la deuda en su conjunto, pueda decidirse la conversión de las mismas reforzando la capitalización de la sociedad resultante.

Finalmente, además de las posibilidades de situación concursal que, como consecuencia de una modificación drástica en la economía del sector en el que actúe la sociedad resultante, pudieran producirse, la información relativa a los trabajadores parece exigir, entre otras cosas, la alusión por parte de los administradores a las situaciones a que pudieran dar lugar las diferentes formas de obtención de recursos. Si se ha optado por obtener líquido a través de la enajenación de unidades productivas de la empresa para lograr la oportuna reorganización que mitigue las posibles duplicidades y permita la generación de sinergias y el aprovechamiento de economías de escala, deberán ser advertidas las consecuencias que se derivaran en el terreno laboral.

2. El plan económico y financiero

El plan económico y financiero constituye la esencia de la especialidad informativa que el art. 35 LME establece con respecto al contenido general del informe de los administradores en las fusiones ordinarias. En el mismo se encuentra el núcleo que permite determinar la viabilidad de la operación apalancada que culmina con la fusión. En tal sentido, el aludido precepto indica que el informe de los administradores deberá “*contener un plan económico y financiero, con expresión de los recursos y la descripción de los objetivos que se pretenden conseguir*”. Nos encontramos ante una doble

exigencia que tiene que ver, de un lado, con los recursos, por otra parte mencionados previamente también en el proyecto –lo que hará necesario concretar el alcance de dicha mención–, y, de otro, con los objetivos cuyo logro debe permitir la consecución de la obtención de los recursos. Pese a la íntima relación entre ambas cuestiones, parece oportuno diferenciar, a efectos expositivos, cada una de las referidas menciones.

2.1. Los recursos

La consideración relativa a los recursos plantea, en primer término, la relación que ésta debe tener con la mención contenida en la regla específica sobre el proyecto de fusión, de la misma autoría que el documento que ahora nos ocupa. Pudiera plantearse que se tratara tan sólo de una suerte de mayor pormenorización o especificación de los datos ya consignados en aquél, lo que se podría derivar de una lectura excesivamente apegada a la letra del numeral segundo. Los recursos, en razón de la unidad del precepto, serían los mismos en ambos casos, esto es, los destinados al repago de la deuda contraída con objeto de la adquisición del control o de los activos.

Sin embargo, ello no resultaría del todo coherente desde un punto de vista teleológico, habida cuenta de que si la función del informe es la tutela de los acreedores ajenos al negocio de financiación característico de la operación apalancada, no parece que una ignorancia de lo concerniente a la satisfacción de los créditos que dichos acreedores puedan ostentar sea la interpretación más acorde con el espíritu de la norma. Por otro lado, una comprensión del sustantivo “*recursos*” en tal sentido, si ya resulta poco satisfactoria en lo que se refiere al proyecto, por generar una situación irreal, en la que pudiera dar la impresión de que la devolución de una parte de la deuda no condiciona el

resto de la misma, en el informe, que se configura como un documento que tiene por objeto la clarificación de determinados extremos que afectan a socios, acreedores y trabajadores, esta evidencia se hace mucho más patente. Un análisis de este tipo conduciría a la elaboración de un documento con información necesariamente incompleta cuyas indicaciones difícilmente prestarían algún servicio a los indicados agentes económicos. Finalmente, ha de advertirse que una exégesis como la sugerida supondría entender que el informe no sería sino una repetición, que tan sólo duplicaría lo ya expuesto en el proyecto, lo que difícilmente puede sostenerse si se pretende presumir cierta lógica por parte del legislador.

Bien parece, en consecuencia, que, si se atienden las anteriores puntualizaciones, la alusión a los recursos debe ser entendida en sentido diverso. A nuestro entender, con todo, no puede darse por supuesto que la alusión a los recursos debe ser a los necesarios para el repago de la totalidad de la deuda de la sociedad resultante. Es más, pudiera plantearse una interpretación en el sentido explicativo prototípico del informe, esto es, que mientras el proyecto tan sólo reflejaría las cuantías a repagar, el informe reflejaría las fuentes⁷⁰⁴ de las mismas⁷⁰⁵, de manera similar a lo que hace la norma del ordenamiento transalpino⁷⁰⁶. Las objeciones a tal comprensión, sin

⁷⁰⁴ Explícitamente, MONTALENTI, P., “*Il leveraged buyout nel nuovo diritto...*”, cit., p. 815.

⁷⁰⁵ Ha entendido RONCERO SÁNCHEZ, A., “Fusión posterior a adquisición...”, cit., pp. 753-754 que quizá habría sido más oportuno configurar el precepto en el mismo sentido que el italiano, respondiendo la diferencia entre proyecto e informe al diverso contenido – recursos y fuentes–, dando por hecho –entendemos– que la alusión fuese, en todo caso, a la totalidad de la deuda de la sociedad resultante. Opinión recogida también por EMBID IRUJO, J. M., “En torno al art. 35 de la ley de modificaciones estructurales...”, cit., p. 105.

⁷⁰⁶ Considera, sin embargo, PICONE, L. G., “*Il leveraged buy-out...*”, cit., p. 1431, que la diferencia entre informe y proyecto en la norma italiana tan sólo sería de índole cualitativa, es decir, exigiría una mayor pormenorización, lo que, sin embargo, a nuestro entender, poco casa con el tenor literal. El precepto exige explícitamente la indicación de las fuentes de los recursos en el informe, mientras que no lo hace en el proyecto. Una presunción de indicación de las fuentes puede hacerse en la norma patria, pero no en la foránea por la razón aludida.

embargo, son evidentes, ya que, de una parte, el precepto italiano ya en el proyecto alude a la totalidad de la deuda de la compañía superviviente tras la fusión y, de otra, ello no resolvería el problema de la interrelación entre obligaciones pecuniarias a repagar por la sociedad. Así, se debería presumir que en la determinación de los recursos destinados al retorno de la deuda utilizada para la adquisición, los administradores habrían tenido en cuenta las limitaciones derivadas de las necesidades de líquido a destinar a la devolución de la *vieja* deuda, lo que mal se coherente con la función informativa que se espera del documento.

La diferencia entre informe y proyecto, a nuestro entender, debe responder al ámbito de la deuda considerada, puesto que constituye la exégesis que más se adecúa a la literalidad y a la función del texto normativo. Con todo dicha comprensión ha de localizarse en la propia exigencia y la naturaleza del plan económico y financiero⁷⁰⁷, puesto que resultaría incoherente configurarlo teniendo en cuenta tan sólo la deuda contraída con ocasión de la compraventa, en la medida en que el informe responde a la explicación de los aspectos jurídicos y económicos, pero, en todo caso, atinentes a la sociedad en su conjunto. Si bien es cierto que la misma argumentación sería predicable de lo consignado en el proyecto, en el mencionado documento se limita expresamente el ámbito de la mencionada información.

La alusión a los recursos, en todo caso, encierra una ulterior dificultad hermenéutica, como es la concreción de lo que dicha expresión supone, no ya en cuanto a su ámbito, sino en lo referente a su significado. Si hemos entendido que el proyecto debe aludir a las fuentes de los mismos por

⁷⁰⁷ Posición que sostuvimos en GIMENO RIBES, M., “Fin de protección de la norma y *Merger Leveraged Buy-Out...*”, cit., p. 262.

considerar que la mera referencia numérica a lo que se ha de devolver no tendría mayor significación, con mayor razón debe exigirse en el informe, por su carácter clarificador. Otro tanto puede decirse de los vencimientos de la deuda, si bien en este caso la exigencia no se deriva de una interpretación extensiva del sustantivo en cuestión, sino más bien de la propia esencia de lo que el plan económico y financiero implica. Tal planteamiento lleva implícita una indicación específica de la situación de liquidez de la compañía en los concretos momentos temporales –al menos del inmediato futuro– hasta que la totalidad de la deuda obrante en la sociedad en el momento en que tenga lugar la modificación estructural sea repagada. Pudiera objetarse, sin embargo, que mientras que el numeral primero alude a dichos plazos –*rectius* vencimientos–, el segundo no lo hace, lo que podría conducir a desechar la anterior exégesis. Pese a todo, dicha postura no puede ser acogida, a no ser que se pretenda que el informe aporte menor contenido informativo en este punto que el proyecto, frustrando así su cometido. Lo que en todo caso puede ser reprochado al texto legal es que haga específica alusión a los recursos, puesto que éstos podrían ser perfectamente presumidos en el mismo sentido que los vencimientos. De esta manera, mientras que en el proyecto se exigirían expresamente ambos elementos, éstos quedarían subsumidos en el informe en la idea de plan económico y financiero que los integraría. La expresa alusión a los recursos en el numeral segundo debe responder, en todo caso, a otra razón, lo que a nuestro entender tiene que ver con una voluntad del legislador de resaltar tal requerimiento, dotándole, así, de una importancia que trasciende cualquier otro elemento⁷⁰⁸.

⁷⁰⁸ ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera...”, cit., p. 147 ha entendido que la expresión de los recursos constituiría el elemento esencial del informe de los administradores.

El plan económico y financiero debe ser entendido como una suerte de *business plan*, como ha sostenido la doctrina⁷⁰⁹, en el que se describirían las actividades –ordinarias y extraordinarias– de la sociedad resultante, así como el aprovechamiento de las sinergias y las posibles decisiones tendentes a la obtención de recursos líquidos, vinculando éstos a los vencimientos de las diferentes obligaciones pecuniarias a cuyo pago viniera obligada la compañía. De esta manera se explicitaría la vinculación entre las fuentes y los recursos y la de los últimos con el repago de la deuda.

Se plantea, no obstante, la duda de la exigencia para los administradores de corrección en su labor –necesariamente pronóstica– de elaboración del documento, lo que se encuentra en conexión con el general deber de diligencia que a éstos atañe y establecido por el art. 225 TRLSC. Sin perjuicio de las consideraciones oportunas relativas a la existencia de una posible responsabilidad de los administradores, cuyo análisis se reserva para el siguiente capítulo, cabe hacer referencia al papel que pueda tener, en su caso, la *business judgement rule*⁷¹⁰ ya aludida en el estudio del régimen del proyecto, así como su posible interrelación con el hecho de que el informe de los administradores constituya un test de solvencia⁷¹¹ en el sentido planteado

⁷⁰⁹ Así, entre otros, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J./ FERNÁNDEZ TORRES, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso...”, cit., p. 122-123, así como, entre los autores italianos, MONTALENTI, P., “Il *leveraged buyout* nel nuovo diritto...”, cit., p. 815.

⁷¹⁰ En lo referente a su apreciación en los ordenamientos continentales, quepa aludir al trabajo de FLEISCHER, H., “Die “Business Judgment Rule” im Spiegel von Rechtsvergleichung und Rechtsökonomie”, en WANK, R. et al. (Hrsg.), *Festschrift für Herbert Wiedemann zum 70. Geburtstag*, München, C. H. Beck, 2002, pp. 827-849. Entre nosotros, véase HERNANDO CEBRIÁ, L., *El deber de diligente administración en el marco de los deberes de los administradores sociales: la regla del –buen- juicio empresarial*, Madrid, Marcial Pons, 2009, así como, últimamente, SERRANO CAÑAS, J. M., “La incorporación de la “Business Judgment Rule” al Derecho español. El proyectado art. 226 de la Ley de Sociedades de Capital”, *La Ley Mercantil*, núm. 6, 2014, pp. 30-44.

⁷¹¹ Entiende MARX, P., *Der Solvenztest als Alternative*, cit., pp.

en relación con el proyecto. Si en aquél se planteaban dudas, particularmente si se piensa en el carácter puramente expositivo del mismo, la exigencia explicativa y, al tiempo, de prognosis apreciable en la regulación legal del documento que nos ocupa inducen a pensar que nos encontramos ante un test de las características aludidas. Ahora bien, no parece que el deber de diligencia, en este caso, tenga un alcance extraordinario, especialmente si se piensa que la situación económica del sector puede sufrir variaciones –incluso de magnitud inesperada– que den lugar a contracciones de la demanda. A tal efecto, sin embargo, entendemos que sí que resulta exigible para los administradores la suministración de información relativa a los posibles escenarios económicos⁷¹² que se podrían dar en el sector del mercado en el que se desarrolle la actividad empresarial, con el fin de concretar en mayor medida las posibilidades de repago de la deuda⁷¹³. La asignación, en su caso, de probabilidades a los diferentes escenarios, contribuiría a reforzar su diligencia, lo que impediría imputarles la infracción de dicho deber.

2.2. *Los objetivos a conseguir*

Indica el art. 35 LME que el plan económico y financiero deberá contener también una alusión a los objetivos que se pretenden lograr, sin hacer ninguna consideración ulterior sobre lo que dicha expresión debe significar. Mucho se ha especulado sobre lo que, en tal sentido, debe ser consignado en el informe de los administradores, particularmente si se piensa que en el mismo numeral se alude a “*las razones que hubieran justificado la adquisición del control o*

⁷¹² Posibilidad sugerida, entre otros, por MALGUZZI, A., “La disciplina del *leveraged buy-out...*”, cit., p. 1049, así como CERRATO, S., “Le operazioni...”, cit., p. 585.

⁷¹³ Piénsese, en todo caso, que depende de la efectiva devolución de la deuda el hecho de incurrir o no en la prohibición de asistencia financiera y, por tanto, será este hecho el que verdaderamente dé lugar a una enervación de la interdicción.

de los activos y que justifiquen, en su caso, la operación de fusión”, lo que ha llevado a algún autor⁷¹⁴ a entender que los referidos objetivos no serían más que una repetición o explicación de dichas razones dentro del plano económico y financiero. La postura, en sí, no resulta descabellada. Piénsese que, en buena medida, existe cierta duplicidad entre el contenido del proyecto y el del informe de los administradores en lo que al contenido patrimonial se refiere, esto es, la exposición de los recursos, de las fuentes para su generación y de los vencimientos que éstos deben atender, al menos en lo concerniente al ámbito de la deuda contraída con ocasión de la adquisición. Entraría, entonces, dentro de una cierta interpretación sistemática la posibilidad de entender una duplicidad también en lo que a las razones y objetivos se refiere. En tal sentido, se produciría cierta diferencia entre la configuración del plano económico y financiero, que incorporaría todas las informaciones de manera integrada, y su manifestación fuera del mismo, bien en el propio informe, bien, en el caso de los aspectos financiero-patrimoniales, en el proyecto.

Con todo, el planteamiento no termina de convencer por razones de índole diversa. Por un lado, mientras que lo que se produce en el plano patrimonial es una duplicidad –meramente parcial y hasta cierto punto relativa– entre dos documentos, en lo que a las razones y objetivos se refiere, la repetición se produce dentro del mismo informe. Por otro, no existe una identidad entre “razones” y “objetivos”, cuyo significado es ciertamente distinto, lo que sí ocurre con los “recursos”, mencionados en ambos numerales. En nuestra opinión, existen otras opciones exegéticas más aconsejables que contribuyen a una comprensión del precepto más adecuada del precepto en su integridad. En cierto modo, la exposición de los recursos y de las fuentes de los mismos

⁷¹⁴ En tal sentido, LÓPEZ MATEO, M. A., “Asistencia financiera...”, cit., p. 878.

tan sólo puede sostenerse de manera apropiada si se configura como resultado⁷¹⁵ de una actividad empresarial destinada al logro de los mismos⁷¹⁶. Es en este sentido en el que juegan un papel esencial los objetivos, que buscan exponer el proceso o estrategia empresarial que se pretende llevar a cabo para lograr las adecuadas sinergias. Así, los objetivos a indicar no pueden ser cualesquiera⁷¹⁷, sino unos muy específicos que coinciden, en buena medida, con los propios de la economía de la empresa, esto es, la determinación de los logros a alcanzar a través de una cierta estrategia preconcebida⁷¹⁸.

Definido el significado a otorgar al sustantivo que nos atañe, inmediatamente surgen dos cuestiones a resolver, como son, de un lado, el grado de *disclosure* informativo exigido a los administradores en relación con los aludidos objetivos empresariales y, de otro, el alcance de la necesaria consecución de los objetivos y su transformación en el líquido requerido. Por lo que se refiere al primero de los aspectos, es una realidad que debe exigir cierto contenido explicativo que vaya más allá de la mera referencia a las fuentes de los recursos consignada en el proyecto. A tal efecto, parece necesario que sean explicadas las modificaciones que se vayan a producir

⁷¹⁵ Así, entiende PICONE, L. G., “Il leveraged buy-out...”, cit., p. 1433 que al plan económico y financiero le corresponde un plan industrial. En realidad, precisamente la existencia de un plan financiero requiere un plan económico. Consecuentemente, los objetivos corresponden a la idea económica, mientras que los recursos a la financiera.

⁷¹⁶ Ésta es la razón por la que algún autor (ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera...”, cit., p. 147) ha entendido que se trataría de objetivos financieros. Sin perjuicio de que la idea que subyace es la que defendemos, la expresión quizá no sea del todo afortunada, en la medida en que se trata de objetivos puramente empresariales que, eso sí, tendrán como consecuencia la generación de los flujos de caja necesarios.

⁷¹⁷ Opinión que parece patrocinar YUSTE DE AYALA, G., “El impacto de la Ley 3/2009...”, cit., p. 44.

⁷¹⁸ Comparte este planteamiento en buena medida ARDIZZONE, L., “Articolo 2501-bis...”, cit., pp. 500-501; CERRATO, S., “Le operazioni...”, cit., p. 584; MONTALENTI, P., “Il leveraged buyout nel nuovo diritto...”, cit., p. 815. Similar es el punto de vista de CACCHI PESSANI, S., *La tutela dei creditori*, cit., p. 94, para quien sería necesario explicar la estrategia de crecimiento y, al tiempo, los posibles escenarios que se pudieran dar en el sentido aludido en el apartado previo.

como consecuencia de la fusión o con inmediata posterioridad y que contribuyan a llevar a cabo el plan empresarial diseñado para la generación de los recursos líquidos. Ahora bien, un excesivo celo en la delimitación de lo que se pretenda llevar a cabo puede dar lugar a un descubrimiento de determinados aspectos de la estrategia empresarial que deberían permanecer en secreto para garantizar la buena marcha de la sociedad y la consecución de sus objetivos⁷¹⁹. A nuestro entender, una interpretación excesivamente extensiva conduciría a incoherencias difícilmente soslayables, pues, en último término, como consecuencia de un exceso de requerimiento de información, se pondría en tela de juicio la propia devolución de la deuda. La manifestación de ciertas informaciones ha sido considerada un límite en el Derecho de Sociedades cuando ésta afectara a elementos sensibles de la actividad económica y ésta fuese exigida por socios muy minoritarios, en los que pudieran apreciarse, incluso, conflictos de interés.

A mayor abundamiento, ha de advertirse que la exigencia por parte del art. 35 LME, así como del art. 2501 bis *Cc* de que se haga referencia a los objetivos en el plan económico y financiero no debe ser entendida en el sentido de que éstos constituyan el elemento que enerve la prohibición de asistencia financiera por responder a una suerte de proyecto industrial, como fue el caso en la jurisprudencia italiana con anterioridad a la reforma del Derecho de Sociedades de 2003, como hubo ocasión de exponer en un momento anterior. Al contrario, el fundamento de la licitud de las operaciones, tal y como se desprende de las referencias contenidas en el numeral tercero del art. 35 LME en relación con el informe de los expertos independientes, se deriva de la posibilidad de la sociedad resultante de llevar

⁷¹⁹ Cuestión traída a colación por MALGUZZI, A., “La disciplina del *leveraged buy-out*...”, cit., p. 1051.

a cabo la devolución de la deuda, siendo la explicación de los objetivos meramente instrumental⁷²⁰. En tal sentido, no parece que una exhaustividad que acabara por ser perniciosa para la compañía sea del todo procedente en tanto posibilidad interpretativa.

La segunda de las cuestiones objeto de atención puede enlazarse con el planteamiento desarrollado al final del apartado precedente, relativo a los recursos, en el que sosteníamos la imposibilidad de una exigencia excesiva de previsibilidad de la futura situación financiera de la sociedad. En tal sentido, el tenor literal del numeral segundo del art. 35 LME parece corroborar la postura planteada, en la medida en que se utiliza el verbo “*pretenden*” (“*intendono*” en la norma italiana) para aludir a los objetivos a conseguir, lo que puede ser entendido como una suerte de reducción de la exigencia de lograr lo originariamente planteado. El legislador parece haber sido consciente de las dificultades de una previsión de estas características, que en la economía de la empresa suele venir acompañada de instrumentos de control del nivel de logro de los objetivos.

3. Las razones de la operación

Por último, el numeral segundo del art. 35 LME advierte, a su inicio, que en el informe de los administradores deberán ser especificadas “*las razones que hubieran justificado la adquisición del control o de los activos y que justifiquen, en su caso, la operación de fusión*”. La exigencia difiere del precepto italiano, ya que éste hace alusión a las razones que justifiquen la operación (“*l’operazione*”), expresión genérica que parece responder a una comprensión de la totalidad de la transacción descrita en el supuesto de hecho

⁷²⁰ Algún autor ha entendido la problemática desde el punto de vista de la neutralidad de la operación de fusión. Véase sobre la cuestión, CERRATO, S., “Le operazioni...”, cit., p. 582.

normativo como una unidad. La fusión apalancada sólo se entendería como suma de la adquisición con endeudamiento y de la posterior modificación estructural, no siendo posible una consideración como compartimentos estancos en el sentido exigido por la norma española. En todo caso, el entendimiento de lo que supone el requerimiento de razones relativas, bien a la compraventa que hubiese tenido lugar, bien a la fusión, bien, finalmente, a la conjunción de ambas actuaciones, no es pacífico en la doctrina, habiendo abundado las manifestaciones, de tipo variado, sobre la correcta comprensión de la misma. A efectos expositivos, se ha optado por distinguir entre las razones relativas a la adquisición y aquéllas que conciernen a la fusión, puesto que ésta es la fórmula por la que ha optado el legislador español.

3.1. La adquisición

La justificación de las razones de la compraventa de acciones o activos que hubiese tenido lugar con carácter previo a la fusión puede ser entendida en muy diverso sentido según la relevancia que se le otorgue a tal previsión. Alguna voz⁷²¹ ha sostenido que la explicitación de las razones no podría caer en la mera expresión tautológica, puesto que ello supondría vaciar de contenido la exigencia de la norma. No parece, en este sentido, que baste una simple indicación de consideraciones puramente formales o intrínsecamente características de la operación apalancada, como pueda ser la mera traslación del coste de la deuda a la sociedad *target*⁷²². Sin embargo, cabe plantear cuál es el verdadero alcance de las razones cuya expresión se exige, habida cuenta

⁷²¹ Véase así CERRATO, S., “Le operazioni...”, cit., p. 583.

⁷²² LÓPEZ MATEO, M. A., “Asistencia financiera...”, cit., p. 876, sin embargo, entiende que al no haber mayor especificación, sí que tendrían cabida posibles exposiciones de las razones del tipo referido.

de que, como se indicaba con ocasión de la exégesis de lo que los objetivos del plan económico y financiero suponen, lo que la norma espera no es tanto una demostración de que la operación se encuentra refrendada por un proyecto industrial, sino que el importante endeudamiento no va a ser óbice para la continuidad de la vida de la compañía, evitando así, que se vea abocada al concurso, con las consecuencias que de ello se derivaran.

Con todo, un sector de la doctrina española ha entendido que las consabidas “razones” constituirían la *business reason* y la *business purpose*⁷²³ de la adquisición⁷²⁴. Pese a que en nuestro ordenamiento, la enervación de la prohibición de asistencia financiera no viene dada, como en el Derecho inglés, por la existencia de dicho objetivo empresarial, sino por las posibilidades del retorno de la deuda y tan sólo en operaciones apalancadas que culminen en la fusión –no, por tanto, en la generalidad de los negocios que puedan vulnerar la interdicción–, no resulta descabellado entender en este sentido la exigencia de determinación de las razones. En nuestra opinión, la indicación de las razones debe ser tomada en consideración en su contexto, y es que no es baladí que se configure como parte del informe de los administradores, pero fuera del plan económico y financiero. Las razones constituirían la idea empresarial originaria –en términos, nuevamente, de la dirección estratégica de la misma– que se manifiesta a través de actuaciones concretas en los objetivos y que da lugar a

⁷²³ En contra, véase MALGUZZI, A., “La disciplina del *leveraged buy-out*...”, cit., p. 1046.

⁷²⁴ Se habla del “*por qué*” y del “*para qué*” respectivamente a la hora de delimitar cuál debe ser el contenido de dichas razones. En tal sentido, véase SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J./ FERNÁNDEZ TORRES, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso...”, cit., pp. 122-123, así como, especialmente, RONCERO SÁNCHEZ, A., “Fusión posterior a adquisición...”, cit., p. 753.

unos determinados resultados que son la generación de recursos⁷²⁵. En este sentido, y al contrario de alguna opinión minoritaria⁷²⁶, no parece que la referencia a las razones se encuentre completamente falta de funcionalidad.

Esta interpretación, por lo demás, no es incompatible con la idea reiterada de la relevancia del repago de la deuda, sostenida firmemente por un sector de la doctrina italiana⁷²⁷, aunque probablemente más como argumento destinado a demostrar la convalidación por parte del art. 2501 bis Cc de la posición, existente con anterioridad a la reforma de 2003, que entendía que los *leveraged buy-outs* eran perfectamente lícitos y, consecuentemente, no contrariaban el art. 2358 Cc. A nuestro parecer, las razones deben ser entendidas como un elemento informativo, respecto del que, además de lograr cierta tutela los socios minoritarios y los acreedores por el efecto de reducción de las asimetrías informativas, puede incluso constituir un punto a considerar por parte del experto independiente en su informe. Así, éste no podrá referirse a unas presuntas razones incorrectas como única base para la exteriorización de una opinión en sentido negativo, pero podrá servirse de las mismas para explicar, seguidamente, si la delimitación de los objetivos ha de ser entendida, en su caso, como incoherente o incompatible con las mismas y ello conduzca a una frustración de aquéllos, impidiendo la efectiva generación de los recursos líquidos.

⁷²⁵ ARDIZZONE, L., “Articolo 2501-bis...”, cit., pp. 500-501 utiliza la metáfora de un viaje, del cual las razones serían el punto de partida y los objetivos y recursos explicitados en el plan económico y financiero el de llegada.

⁷²⁶ Así, véase YUSTE DE AYALA, G., “El impacto de la Ley 3/2009...”, cit., pp. 43-44.

⁷²⁷ Así, CACCHI PESSANI, S., *La tutela dei creditori*, cit., p. 91-92; PICONE, L. G., “Il leveraged buy-out...”, cit., p. 1426; SPOLIDORO, M. S., “Fusioni pericolose...” cit., p. 258. Para los dos últimos, la indicación de las razones tendría una función puramente informativa, pero sin mayor relevancia.

Pudiera argüirse, a mayor abundamiento, como ha planteado algún autor⁷²⁸, que las “razones” a las que nos venimos refiriendo deberían expresar o establecer en qué medida la operación que se pretende llevar a cabo responde al interés social de la compañía⁷²⁹. En realidad, esta interpretación no es más que una reconsideración de la postura hasta aquí defendida, pero atendida desde un punto de vista diverso. En este sentido, las razones son la manifestación de la estrategia empresarial, como se decía, la cual ha de entenderse en consonancia con el interés social, puesto que aquéllas conducen a una mejora de la situación de la compañía. Cabe plantearse si tendría alguna relevancia, al menos desde el punto de vista de la fusión apalancada, el hecho de que pese a que la adquisición contase con unas razones oportunas que bien se cohonestaran con el interés social, en realidad, los recursos de alguna de las sociedades –generalmente de la *target*–, utilizados en forma distinta, hubiesen dado lugar a una generación de mayor riqueza. A nuestro entender, ello no puede ser reprochable, en la medida en que la deuda que afecte a la sociedad resultante sea abonada.

Una última cuestión que cabe abordar es la que se deriva de la utilización de un modo verbal diferente en el precepto italiano y en el español a la hora de mencionar las razones y su vinculación con la adquisición. Mientras que en la norma foránea se opta por el indicativo (“*giustificano*”), en el ordenamiento patrio se hace uso del subjuntivo (“*hubieran justificado*” y “*justifiquen*”). Se plantea en todo caso la duda de si se trata de una mera cuestión de estilo del legislador o es que, por el contrario, en el caso español,

⁷²⁸ CERRATO, S., “Le operazioni...”, cit., p. 584.

⁷²⁹ Entiende PÉREZ TROYA, A., *La determinación del tipo de canje*, cit., p. 48 que, ignorar el interés social puede propiciar abusos por parte de los socios mayoritarios, fundamentalmente, advierte la autora, cuando éstos sean los mismos en las sociedades intervinientes en la fusión, lo que en buena medida tiene su semejanza con las posiciones de control que una de la adquirente pueda tener en la *target* en una fusión apalancada.

éste ha pretendido reforzar esa idea de la mera accesoriedad de la información relativa a las razones, que hemos venido sosteniendo. Entendemos que esto es así, lo que constituye un argumento más para la defensa de dicha posición, no ya en una comparativa entre ambos preceptos, puesto que no consideramos que la exégesis y el consiguiente tratamiento deban ser diversos en un caso y otro, pero sí para el sostenimiento de la mencionada idea, al menos en términos generales.

3.2. *La justificación de la fusión*

Al contrario que el art. 2501 bis Cc, la norma española advierte de que, además de las razones relativas a la adquisición, deberá hacerse referencia a las que “*justifiquen, en su caso, la operación de fusión*”. A primera vista, pareciera que una expresión de tales características carecería probablemente de lógica alguna, habida cuenta de que la totalidad del art. 35 LME parece estar destinado a la consideración de la operación de *merger leveraged buy-out* en su conjunto. En tal sentido, la doctrina italiana ha entendido que la expresión “*operazione*” haría alusión a la integridad de la transacción⁷³⁰, lo que ha sido recogido por una multitud de autores españoles⁷³¹, entendiendo que, en buena medida, la literalidad del precepto quizá hubiese sido más adecuada considerando la operación en su integridad. Sin perjuicio de

⁷³⁰ En este sentido, entre otros, SPOLIDORO, M. S., “Fusioni pericolose...”, cit., p. 257; CACCHI PESSANI, S., *La tutela dei creditori*, cit., p. 92; ARDIZZONE, L., “Articolo 2501-bis...”, cit., p. 499.

⁷³¹ Así, por ejemplo, EMBID IRUJO, J. M., “En torno al art. 35 de la ley de modificaciones estructurales...”, cit., pp. 105; ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera...”, cit., p. 146-147; SERRANO ACITORES, A., *Leveraged Buyouts*, cit., p. 389.

considerar acertado este planteamiento en todo caso *de lege ferenda*⁷³², parece necesario indagar sobre la razón de la opción legislativa adoptada, consistente en la diferenciación entre razones de la adquisición y de la fusión.

Cabe aludir, en primer lugar, que en último término, la operación verdaderamente relevante a los efectos de la estrategia empresarial es la adquisición, puesto que con ocasión de ésta se crea una situación de dependencia o grupo en la que las relaciones entre ambas sociedades pueden permitir, por sí mismas, las oportunas sinergias o economías de escala, sin necesidad de ulterior modificación estructural. En tal sentido, parece que si lo que se pretende dilucidar son las razones estratégicas de la operación, cabe atender, de manera primordial, a la compraventa⁷³³ llevada a cabo. Con mayor razón ocurre lo antedicho si nos encontramos ante un *asset deal*, puesto que éste comporta la integración en la propia compañía de los activos que posibiliten una mayor eficiencia de la sociedad en el desarrollo de su actividad económica.

Lo anterior permite comprender que el legislador no tenga en cuenta la totalidad de la operación, sino tan sólo la adquisición o, como es el caso, primordialmente ésta. No hay respuesta inmediata en relación con la exigencia de una justificación de la fusión que tan sólo será un requisito en algunos casos, pero no en otros. A nuestro parecer, la fusión, en una operación con endeudamiento en la que lo que se pretenda sea la expansión empresarial de tipo externo, responderá, en la mayoría de ocasiones, a una voluntad de

⁷³² YUSTE DE AYALA, G., “El impacto de la Ley 3/2009...”, cit., pp. 43 entiende que el legislador, en realidad, lo que ha hecho es privar de contenido independiente a las razones de la fusión, vinculándolas a las de la adquisición como mero complemento. Con todo, y con el objetivo de prevenir cualquier asomo de vicio que pudiera imputarse a la modificación estructural, sugiere el autor aludir separadamente a aquellas razones específicas que justificasen una fusión posterior a la compraventa (p. 44).

⁷³³ ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera...”, cit., p. 146 pone el acento en dilucidar las razones de la adquisición.

garantía indirecta de la deuda, muchas veces exigida por el propio financiador. Siendo esto así, la fusión en modo alguno tiene que ver con la estrategia empresarial diseñada, que sí que se corresponde, por el contrario, con la previa compraventa. Sin embargo, a los ojos del legislador, esta posibilidad no puede ser ignorada, dado que habrá ocasiones –probablemente, las menos–, en las que la fusión, en sí misma, constituya un complemento de la adquisición que no tenga un objetivo puramente financiero⁷³⁴, sino que comparta una función estratégica. Por consiguiente, tan sólo “*en su caso*”, es decir, en el supuesto de que esto así sea, deberá aludirse a las razones que justifiquen la fusión⁷³⁵.

VI. EL INFORME DE EXPERTOS INDEPENDIENTES

El numeral tercero del art. 35 LME alude a las especialidades que en la fusión apalancada debe contener el informe de los expertos independientes, que constituye un documento que pretende servir de añadido informativo o contrapeso frente a lo manifestado por los administradores en el proyecto y el informe. La función del mismo responde, esencialmente, a la voluntad de tutela de los socios minoritarios –también, en cierto modo, a los acreedores– por cuanto se pretende contrarrestar cualquier sesgo de que pudieran adolecer los textos elaborados por el *management*. Se trata, consecuentemente, de una eliminación de las asimetrías informativas, en este caso, entre socio minoritario y mayoritario y entre socios en general y órgano de

⁷³⁴ Como se verá a la hora de analizar el contenido del informe de expertos independientes, habrá fusiones en las que se aprecien las características del art. 35 LME en las que, sin embargo, la devolución de la deuda podrá tener lugar sin necesidad de posterior modificación estructural y, sin embargo, ésta se verificará.

⁷³⁵ Punto de vista que sostuvimos en GIMENO RIBES, M., “Fin de protección de la norma y *Merger Leveraged Buy-Out...*”, cit., p. 264.

administración. Su exigencia, que viene restringida en el art. 34 LME tan sólo a casos en los que alguna de las compañías intervinientes en la fusión tuviese la condición de anónima o comanditaria por acciones, es manifestación de este hecho, puesto que la posibilidad de control de la veracidad de lo consignado en el proyecto es probabilísticamente mayor en la sociedad cerrada que en la gran sociedad abierta.

Sin embargo, el requerimiento en las fusiones apalancadas no está restringido tipológicamente, como se vio en el capítulo precedente. La aplicabilidad del art. 35 LME a la sociedad de responsabilidad limitada debe ser entendida, en este sentido, respecto de la integridad del contenido del precepto. Ello plantea una consideración añadida, como es el hecho de que, si la exigencia se extiende a los casos en los todas las sociedades participantes sean sociedades de responsabilidad limitada, ¿ha de entenderse que, como consecuencia de la aplicación del art. 35 LME también debe incluirse el contenido genérico propio del art. 34 del mismo cuerpo legal? A nuestro entender, dado que la función que adquiere el documento es diferente según se trate del contenido general o del específico, no será necesario incluir la referencia general en este tipo de casos, siendo exigible tan sólo la correspondiente a la disciplina de las fusiones con posteriores a adquisición con endeudamiento.

En estas últimas, la idea, fundamentalmente en relación con los acreedores de la sociedad cuyo derecho hubiese surgido con anterioridad a la operación de modificación estructural, tiene que ver con la objetivación de la información que tengan disponibles éstos a los efectos de, en su caso, ejercitar su derecho de oposición. La tutela viene esencialmente referida a aquellos acreedores que no hayan contribuido al negocio de financiación, dado que éstos ya se encuentran suficientemente protegidos por medios contractuales,

hasta el punto de que si la sociedad adquirente no se hubiese encargado de garantizar satisfactoriamente la futura devolución de los créditos contraídos⁷³⁶, no se hubiesen obligado –en el caso más habitual de prestamistas bancarios– o no hubiese sido suscrito o se le hubiese exigido un tipo de interés mayor –en el supuesto de obligacionistas representados en inversores sofisticados–.

En cuanto a los socios minoritarios de la *target*, algún autor ha planteado, con cierta originalidad, la posibilidad de considerar las operaciones de fusión apalancada en clave de grupo, al que sería de aplicación la doctrina de las ventajas compensatorias^{737 y 738}. En este sentido, la traslación del coste de la deuda a la sociedad objetivo constituiría un elemento que beneficiaría a la sociedad adquirente, en la medida en que le permitiría un endeudamiento mayor con un coste financiero, en términos de tipos de interés, menor que en otro caso, pero genera un riesgo para la *target* y, consecuentemente, también para sus socios minoritarios. Así, el informe de expertos independientes tendría la función de que sujetos externos determinaran si una operación concreta resultara verdaderamente apropiada, en la medida en que no supusiera el desmantelamiento de la sociedad objetivo y no afectase a los minoritarios de ésta. De esta manera, la idea consiste en filtrar las fusiones apalancadas⁷³⁹, concretando la bondad de las mismas y separando las que

⁷³⁶ Compartimos en este punto la opinión de ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera...”, cit., p. 148.

⁷³⁷ Véase fundamentalmente SPOLIDORO, M. S., “Fusioni pericolose...”, cit., pp. 268-269, así como ARDIZZONE, L., “Articolo 2501-bis...”, cit., p. 500.

⁷³⁸ Téngase en cuenta, a estos efectos, entre nosotros, el trabajo de EMBID IRUJO, J. M., “OPAs, modificaciones estructurales y Derecho de grupos”, en JUSTE MENCÍA, J./RECALDE CASTELLS, A. (Coords.), *Derecho de OPAs. Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, Valencia, Tirant Lo Blanch, 2010, pp. 455-474.

⁷³⁹ Véase sobre este particular CACCHI PESSANI, S., *La tutela dei creditori*, cit., p. 101.

garantizan el repago de la deuda –en las que, como premisa, la sociedad resultante gana en eficiencia gracias a las sinergias reorganizativas– y aquéllas en las que éste no va a tener lugar.

Tenido en cuenta lo antedicho, no dejan de plantear dudas los incentivos que se puedan generar para el experto independiente en este punto, que pudieran oscilar entre la tendencia hacia la restricción y la excesiva laxitud. Bien parece que la forma en que los expertos afronten la valoración del proyecto y, en los casos del art. 35 LME, también el informe de los administradores dependerá, fundamentalmente, de la responsabilidad que, en su caso, se opte por exigir a los mismos. Si el ámbito de la responsabilidad es muy amplio, la tendencia será a ser muy restrictivo y tan sólo considerar viables aquellas fusiones apalancadas en las que no quepa duda de las posibilidades de devolución de la deuda contraída. Por el contrario, una responsabilidad que sólo operara en casos extremos podría dar lugar a una permisividad que tuviera como resultado una no consideración de supuestos que estuvieran abocados a la insolvencia. En nuestra opinión, y sin perjuicio de posterior pormenorización en relación con la responsabilidad que pueda surgir para el experto, parece que garantizar un cierto nivel de actuación del experto, que al final también deberá verificar la bondad de la operación con una base puramente pronóstica, se encuentra en la línea del espíritu de la norma, que pretende constituir una excepción a la prohibición de asistencia financiera que tenga su razón de ser en la deseabilidad económica de la operación.

A lo largo de las siguientes páginas, y tras un breve excursus relativo a la designación del experto y su significación en el contexto de una fusión posterior a adquisición con endeudamiento, se dilucida fundamentalmente el contenido añadido del informe de los expertos independientes que el art. 35

LME exige en las fusiones apalancadas. A tal efecto, se diferencia entre las cuestiones que, pese a formar parte del régimen común del art. 34 LME, representan alguna especialidad relevante en este tipo de transacciones, y aquellos otros que específicamente constituyen las exigencias del precepto objeto de estudio, que fundamentalmente se refieren a la razonabilidad económica y que en la norma española (no así en la foránea) incorporan una exigencia de determinación de “*si existe asistencia financiera*”, expresión poco conciliable con la comprensión que aquí se ha dado de la norma y que ha dado lugar a muy diversas interpretaciones. Finalmente, se considera la posible exigencia de responsabilidad al experto en determinados supuestos.

1. La designación del experto

Nada establece el art. 35 LME sobre la designación del experto, por lo que se hace necesario acudir al procedimiento general que prescribe el art. 34 del mismo texto legal. Dice el primer apartado de éste que las sociedades que se fusionen requerirán al Registro Mercantil de su domicilio social la designación del experto que deba elaborar el informe, siendo posible, no obstante, el nombramiento de uno o varios expertos para la elaboración de un único informe que, en su caso, se solicitará al Registro Mercantil, bien del lugar donde tuviera el domicilio social la sociedad supérstite, si se tratara de fusión por absorción, bien de aquél que vaya a ser el de la sociedad resultante, cuando la fusión sea por creación de una nueva compañía y que, en tal sentido, haya sido consignado en el proyecto (art. 34.1 apartado segundo LME).

No parece que deba ser objeto del presente trabajo una descripción exhaustiva del procedimiento de designación del experto independiente, para lo que parece oportuno remitirse al art. 349 TRLSC, así como a los arts. 339

y ss. RRM. No existe, en este sentido, especialidad alguna en caso de que se trate de una fusión apalancada, y ello pese a que la labor encomendada al autor del documento que nos ocupa sea particularmente divergente de los supuestos de fusiones ordinarias. El Registrador Mercantil, una vez presentada la solicitud por parte de los administradores en los términos establecidos en el art. 339 RRM, deberá, tal y como prevé el art. 340 RRM, nombrar un experto independiente en el plazo de quince días, lo que deberá llevar a cabo “*a su prudente arbitrio*”⁷⁴⁰, en ausencia de norma dictada y de conformidad con el aludido precepto.

La primera cuestión que se plantea y que, pese a ser un lugar común en la designación de los expertos independientes en general y en procedimientos de fusión en particular, genera una duda importante⁷⁴¹, es el *trade-off* apreciable entre la profesionalidad o especialidad del experto para la tarea que se le encomienda, por un lado, y la necesaria independencia, por otro. El art. 343 RRM exige, en tal sentido, una indicación de tal circunstancia, en caso de que se produzca, a la Dirección General de los Registros y del Notariado. Nótese que en las fusiones apalancadas, ambas características del experto son especialmente necesarias, habida cuenta de que, en caso contrario, bien valorará las posibilidades de repago de la deuda de manera inapropiada, pudiendo incurrir en error importante, bien pudiera no cumplir la función de servir de contrapeso a la información dispensada a socios minoritarios y acreedores por parte de los administradores. En el ordenamiento transalpino,

⁷⁴⁰ Véase en tal sentido, la consideración de SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Informe de administradores...”, cit., p. 508.

⁷⁴¹ Advierte SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Informe de administradores...”, cit., pp. 509-510 de los posibles “*recelos*” que se pueden generar en caso de repetición o designación recurrente de la misma persona, que en buena medida, puede estar motivada por la especificidad de la labor que se requiere y por el hecho de no contar con una multiplicidad de especialistas.

el nombramiento también se produce a través de un tercero que ejerce una potestad pública, como indica el art. 2501 sexies Cc, según el cual la designación correrá de cargo del tribunal del lugar donde se encuentre domiciliada la sociedad, a no ser que ésta fuese cotizada, en cuyo caso será una actividad que corresponderá a CONSOB.

Similares incentivos perversos pueden surgir como consecuencia, bien de situaciones de conflictos de interés, bien del pago de emolumentos que resulten especialmente cuantiosos. A tal efecto, por un lado, el art. 341 RRM se remite a la legislación procesal civil, esto es, a la regulación de los peritos –concretamente, al art. 343 LEC– para delimitar los supuestos de incompatibilidad en el ejercicio de la labor de experto, que podrá ser recusado, en su caso, por “*cualquier interesado*”, tal y como reza el art. 342 RRM. Parece lógico entender que dichos interesados serán, esencialmente, los socios minoritarios de la *target*, así como los acreedores que tuvieran créditos frente a la antedicha con carácter previo a la operación apalancada e, incluso, los representantes de los trabajadores en tanto que, si se exige a los administradores que especifiquen en el informe las implicaciones jurídicas y económicas para los empleados, parece inferirse que éstos tienen un interés legítimo en la valoración del experto. La elección de los representantes para ejercitar el indicado derecho supone tan sólo una opción organizativa en línea con determinadas reglas de la propia LME. Por otro lado, la retribución de los expertos debe ser abonada, de conformidad con el art. 348 RRM, por las partes interesadas, esto es, por las sociedades que se fusionan, para lo que parece oportuno, como ha indicado algún autor⁷⁴² que ocurre en la práctica, la fijación por parte del Registrador Mercantil conforme a posibles

⁷⁴² Véase a tal efecto, ID, J., “Informe de administradores...”, cit. p. 509.

sugerencias de remuneración dictadas por los Colegios profesionales a los que correspondan los indicados expertos.

Dada la situación de grupo generada tras la adquisición del control –no tanto, en este sentido, si se trata de una compraventa de activos– parece prever la voluntad de elaboración de un solo informe conjunto que valore las cuestiones que afecten a la sociedad. Nada parece impedir, entonces, que se nombren varios expertos para la redacción del documento, ya que los contenidos a desarrollar son de diversa índole, requiriéndose, quizá, conocimientos dispares según se trate de dar cumplimiento a la exigencia general de todas las fusiones ordinarias correspondiente al art. 34 LME, o de cumplir con los requerimientos específicos sobre razonabilidad económica en la devolución de la deuda característica de la disciplina propia de las fusiones apalancadas. Pudiera plantearse el caso de que una de las sociedades intervinientes fuera de responsabilidad limitada y la otra anónima o comanditaria por acciones, lo que puede ocurrir si se piensa que parece probable que la adquirente utilice la fórmula cerrada y la *target* pueda tener otra, por ejemplo, de anónima. En tal supuesto, no resultaría extraño pensar en dos informes, uno que tuviera que ver con el contenido general y otro con las cuestiones específicas del art. 35 LME.

Cabe hacer, en último término, una consideración final de resumen. El legislador ha optado por una interesante fórmula que, si en los casos de fusiones ordinarias puede tener un cierto sentido, adquiere una especial relevancia en los casos de fusiones posteriores a adquisiciones con endeudamiento. La idea es establecer un contrapeso de carácter externo que contribuya a garantizar una adecuada información a los diferentes *stakeholders* afectados, para lo que se confía la decisión a un órgano que ejerce una potestad pública, permitiendo la independencia en la emisión de la

valoración⁷⁴³. De esta manera, no existe incentivo alguno para el experto que pudiera derivar en el surgimiento de falsos negativos, con el único objetivo de lograr una cierta clientela que pudiera requerir sus servicios en el futuro.

2. El contenido del informe

El art. 35 LME indica que, además del contenido general del informe de los expertos independientes, del que da cuenta el extenso art. 34 LME, éste deberá incluir “*un juicio sobre la razonabilidad de las indicaciones a que se refieren los dos números anteriores, determinando además si existe asistencia financiera*”. El alcance que puede tener el informe se encuentra en buena medida relacionado con el tipo de contenido exigido, tanto en lo que a las especialidades puramente morfológicas de la operación se refiere, por las implicaciones fácticas derivadas de la aplicación de las reglas generales, como de las específicas cautelas propias de la disciplina de las operaciones apalancadas. De estas últimas resulta de interés analizar adecuadamente los dos elementos que la integran, a saber, la valoración de la razonabilidad económica, de un lado, y la existencia de asistencia financiera, de otro. Del primero cabe indagar la relevancia –si la hay– de la *business purpose*, en línea con lo expresado con ocasión del estudio del informe de los administradores, mientras que del segundo parece oportuna la concreta dilucidación de la expresión del precepto, que de lo contrario cabe ser considerada como antinomia. En tal sentido, la propuesta consignada sobre esta última cuestión se suma a los esfuerzos exegéticos ya vertidos por la doctrina.

⁷⁴³ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Informe de los administradores...”, cit., p. 507.

2.1. *Cuestiones comunes a las fusiones ordinarias*

Como se ha sugerido, las especialidades propias de las fusiones que culminan operaciones apalancadas tienen que ver, en primer lugar, con las implicaciones de los elementos generales del contenido del informe de expertos independientes. A tal efecto, se hace necesario, con carácter preliminar, establecer las diferencias existentes entre el tratamiento jurídico de éstos en comparación con los requerimientos del art. 35 LME. En tal sentido, la doctrina italiana⁷⁴⁴ ha puesto de manifiesto cómo, si para la regla general el art. 2501 sexies Cc, el experto debe exteriorizar un “*parere sull’adeguatezza...*”, en el régimen de la fusión apalancada, el informe “*attesta*” sobre la razonabilidad económica de lo indicado en el proyecto. En la legislación española, aunque la elección léxica del legislador no es de la contundencia de la norma foránea, sí que parece que exista cierta disparidad. En efecto, mientras que el art. 34 LME indica que el informe deberá “*explicar*” si los métodos de valoración son adecuados, además de incluir una “*opinión*” sobre la justificación del tipo de canje establecido por los administradores –también se utiliza la misma expresión para la determinación la existencia de equivalencia, al menos, entre el patrimonio de la sociedades que se extinguen y el capital de la de nueva creación o la parte añadida al mismo en la sociedad absorbente–, el art. 35 LME alude a un “*juicio*” de

⁷⁴⁴ Así lo expresan PICONE, L. G., “*Il leveraged buy-out...*”, cit., pp. 1435-1436, quien entiende que pese a su mayor intensidad valorativa, que supondría que mientras que en el primer caso se trataría tan sólo de una simple opinión, en el segundo, por el contrario, exigiría una especie de testimonio, las consecuencias no parecen muy distintas. Postura similar es la de ARDIZZONE, L., “*Articolo 2501-bis...*”, cit., p. 502.

valoración sobre la razonabilidad de lo consignado en los documentos elaborados por los administradores.

La distinción pudiera ser de mero estilo en la redacción del texto legal o, por el contrario, dar lugar a una valoración de corte distinto sobre la función del experto independiente. A nuestro entender, y pese a que las diferencias son quizá menores que en el precepto italiano, sí que parece existir una particular relevancia que parece oportuno hacer notar. En tal sentido, en el caso del contenido general, lo que se pretende es garantizar una información que satisfaga, esencialmente, a los socios minoritarios, en la medida en la que se pretende evitar un tratamiento desfavorable a la hora de establecer el tipo de canje. En contraste, la lógica que subyace a la valoración de la viabilidad económica de la operación en los supuestos de fusión apalancada parece ser otra. En este segundo se aprecia una mayor relevancia del contenido valorativo para los acreedores, lo que sugiere una consideración diferente del mismo. Sin perjuicio de poder tener en cuenta la indicada referencia cuando se analice el juicio de razonabilidad, cabe indicar que, a nuestro entender, la divergencia léxica no debe ser explicada en razón de una opción de estilo determinada, sino que tiene implicaciones de mayor calado.

Por lo que se refiere a la cuestión de contenido, el art. 34.3 LME establece dos partes diferenciadas del informe. En la primera se encontraría la explicación de los métodos utilizados por los administradores para la determinación del tipo de canje, la consideración de las dificultades de valoración y la opinión sobre si el canje de valores se encuentra justificado. En la segunda, por su parte, se requeriría la manifestación de una opinión sobre la existencia de una equivalencia entre el capital de las sociedades extinguidas y el capital de la nueva sociedad o la parte del mismo que sea adicionada a la de la compañía supérstite en caso de que la fusión hubiese

tenido lugar por absorción. La primera de las partes⁷⁴⁵ encuentra las problemáticas antes manifestadas en relación, tanto con la elaboración del proyecto, como con la del informe de administradores, que, en esencia, persiguen evitar posibles cálculos del precio de determinados activos de la *target* que pudieran no corresponderse con la realidad. Además, encuentran particular significación a los efectos de garantizar una generación de recursos futuros que permitan el pago de la deuda.

En cuanto a la segunda, la exigencia de una continuidad de la existencia patrimonial del capital social parece ser una consecuencia del principio de realidad del mismo⁷⁴⁶, que además de tener implicaciones directas para socios minoritarios por la relación que éste tiene con el canje de valores, se encuentra íntimamente vinculado con la tutela de los acreedores. La relevancia que encuentra en los supuestos del art. 35 LME es mayor si cabe, puesto que constituye un límite cautelar a cualquier posible utilización fraudulenta del capital social de la compañía objetivo con fines de repago de la deuda, que en todo caso, constituiría un supuesto que contravendría la prohibición de asistencia financiera no amparado por la norma citada y, consiguientemente, ilícita. En este sentido, la asistencia financiera que el art. 35 LME tolera no constituye toda aquélla que derive de cualquier fusión, sino tan sólo la que suponga la prestación de una garantía genérica a través de la indicada modificación estructural. Una interpretación diversa supondría tanto como entender que bajo el amparo del aludido precepto, estarían permitidas las salidas de líquido de la sociedad *target* a la adquirente para financiar la propia adquisición del control de esta última sobre la primera.

⁷⁴⁵ A la que hay que hacer referencia, como recuerda ARDIZZONE, L., “Artículo 2501-bis...”, cit., pp. 501-502.

⁷⁴⁶ Véase PÉREZ TROYA, A., *La determinación del tipo de canje*, cit., pp. 84-85.

2.2. *El juicio de razonabilidad*

Del contenido añadido del informe de expertos independientes a que hace alusión el art. 35 LME, la norma foránea tan sólo comparte con la española el juicio sobre la razonabilidad de lo consignado en los documentos cuya redacción queda encomendada a los administradores. La determinación de la existencia de asistencia financiera no es un elemento común, lo que, unido a su dificultad exegética intrínseca, aconsejan su consideración en un apartado diferente. Con todo, además de dicha divergencia clara entre los preceptos de ambos ordenamientos, se aprecia una segunda que tiene que ver con el objeto de este apartado específico, como es, la suma de documentos en la que debe basarse el experto independiente para la elaboración del informe. Así, mientras que el art. 2501 bis *Cc* tan sólo requiere la consideración de las indicaciones del proyecto, el art. 35 LME exhorta a tener en cuenta también el informe de los administradores. La cuestión no es baladí y ha sido criticada por algún autor⁷⁴⁷ en nuestra doctrina, según el cual, de esta manera, se estaría exigiendo también una valoración de las razones expresadas por los administradores en el informe elaborado por estos últimos, lo que no parece del todo justificado.

A nuestro entender, la razón de ser de esta configuración por parte del legislador viene en cierto modo condicionada por la previa definición del

⁷⁴⁷ Así LÓPEZ MATEO, M. A., “Asistencia financiera...”, cit., p. 879, quien entiende que la subjetividad propia de este tipo de informaciones constituiría un elemento que pudiera dar lugar a rechazar la opción legislativa adoptada en el ordenamiento español.

contenido de los documentos referidos en los numerales anteriores⁷⁴⁸. En tal sentido, el proyecto, al contrario que en el caso italiano, tan sólo debía hacer referencia a los recursos necesarios para la devolución de la deuda originada como consecuencia de la adquisición del control y de los activos, y no de la totalidad de la que fuese obligada la sociedad resultante. La valoración del experto sería necesariamente incompleta y podría incluso inducir a error a los destinatarios del informe si sólo tuviese en cuenta las menciones del proyecto. Parece que la información que verdaderamente debe ser objeto de consideración se encuentra en el plan económico y financiero elaborado por los administradores⁷⁴⁹. Ahora bien, no deja de sorprender, en consonancia con alguna voz a la que se ha hecho alusión, que no se distinga en el numeral tercero, requiriendo la valoración de la información de carácter financiero-patrimonial y no los aspectos de índole puramente empresarial. Sin embargo, como se ha sostenido al tener en cuenta el informe de los administradores, el análisis de las razones que puedan justificar la operación no tiene un valor fundamental, sino que simplemente contribuye a explicar la estrategia empresarial originaria. Esta última, a su vez, da lugar a la delimitación de una serie de objetivos que se traducirán en futuros recursos que permitan el repago de la deuda. De esta manera, los expertos pueden advertir, en su caso, la incompatibilidad de determinadas razones con el plan económico desarrollado seguidamente en el informe de los administradores, no pudiendo basar, sin embargo, su valoración negativa meramente en tales, sino en una inadecuada estrategia empresarial derivada de las mismas. En tal sentido, la

⁷⁴⁸ Véase en este sentido EMBID IRUJO, J. M., “En torno al art. 35 de la ley de modificaciones estructurales...”, cit., p. 107.

⁷⁴⁹ Entiende adecuadamente ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera...”, cit., pp. 147-148, que lo relevante es, en esencia, el repago de la deuda, lo que ilustra con una serie de ejemplos de fórmulas de generación de tesorería (*cash flows*).

decisión de exigir una valoración de la totalidad del informe de los administradores es una opción legislativa que, si bien probablemente no sea necesaria, no resulta incoherente, ni mucho menos incompatible con la lógica de la norma.

Por lo demás, se plantea la cuestión relativa al valor que dicho juicio de razonabilidad debe tener, que tendrá incidencia directa en la exégesis que se realice sobre las cuestiones relativas a la posible invalidez del negocio de fusión, que tiene lugar en el siguiente capítulo. A nuestro entender, la respuesta sobre la razonabilidad de las indicaciones consignadas en el documento tendrá implicaciones diversas según sea de carácter positivo o negativo. Sin perjuicio de delimitar seguidamente el concreto objeto de análisis por parte de los expertos independientes, esto es, el elemento respecto del cual debe ser juzgada la razonabilidad, cabe entender, por un lado, que si la valoración de las indicaciones del plan económico y financiero y, especialmente, los recursos de futura generación y destinados al repago de la deuda, es negativa, las implicaciones serán claras para la operación de modificación estructural. Por el contrario, si el resultado fuese positivo, ello no parece que necesariamente deba otorgar validez *per se* al negocio de fusión.

A) *La viabilidad económica de la operación*

Además de ser una valoración objetiva, puesto que atiende a las razones previamente consideradas como meramente indicativas, la de la razonabilidad de la operación tiene otros caracteres que especifican su concreta fisionomía. Así, la valoración es de carácter económico, dado que no se requiere al experto que dictamine sobre cuestión jurídica alguna. Es, a su vez, una

valoración de corte material, dado que se exige la determinación de la verdadera capacidad de repago por parte de la compañía. Y, finalmente, es una valoración independiente, ya que responde a su función de contrapeso respecto a la documentación de obligada redacción por los administradores.

Parece evidente que, por las razones expuestas hasta aquí, la labor de los expertos independientes consistirá en la elaboración de un documento, en cierto modo paralelo al de los administradores, que evalúe los elementos financiero-patrimoniales de la operación⁷⁵⁰ y delimite si la posibilidad de repago de la totalidad de la deuda que afecta a la sociedad resultante es objetiva o si, por el contrario, no se prevé que en circunstancias normales pueda tener lugar. La valoración es, como se ha puesto de manifiesto, esencialmente económica, no entrando en ella problemática jurídica alguna, lo que permite contribuir a la definición del experto que debe elaborar el informe, que debe ser necesariamente un economista. Pudiera argumentarse, sin embargo, que si la razonabilidad de lo expresado por parte de los administradores constituye el fundamento que da lugar a la enervación de la prohibición de asistencia financiera, en la medida en que la operación es viable y la vida futura de la sociedad no queda en entredicho, el juicio que deben llevar a cabo los expertos es, al menos en parte, de carácter jurídico. El planteamiento no se encuentra falto de razón, pero no puede acogerse, dado que el contenido jurídico es el efecto que la razonabilidad tiene en relación con la prohibición, pero no forma parte del contenido que el experto debe valorar, que es tan sólo un análisis económico.

⁷⁵⁰ Incluyendo en tales también las posibilidades de generación de deuda a través de las sinergias a las que ya se ha hecho alusión con anterioridad.

En segundo lugar, la valoración debe ser de carácter material⁷⁵¹, en la medida en que la determinación de la razonabilidad no puede basarse sólo en el cumplimiento del deber de redacción de los administradores, esto es, en la inclusión de unas explicaciones sobre la generación de recursos futuros que permitan el repago de la deuda. El propio sustantivo “*razonabilidad*” parece sugerir lo contrario, dado que ésta sólo puede ser interpretada como consistente en un análisis de lo apropiado o económicamente coherente del mencionado plan económico y financiero. Por consiguiente, lo que se espera del experto independiente es que indique si, dentro de un determinado ámbito de probabilidades, la sociedad resultante tendrá capacidad de repagar la deuda de conformidad con lo que los administradores hayan referido. Así, surge en primer lugar la problemática de la posible modificación de las circunstancias previstas en el informe de administradores. Parece oportuno entender que el experto deba tomar en consideración los diferentes escenarios⁷⁵² que hayan diseñado los administradores y, en su caso, elaboren unos propios y permitan, así, objetivar la información⁷⁵³ que socios minoritarios y acreedores requieren. Fundamentalmente, deberán tenerse en cuenta tanto las posibles modificaciones de la demanda de los bienes ofertados, como las de la economía en general⁷⁵⁴, lo que contribuya a determinar la posibilidad de que

⁷⁵¹ Expresión utilizada por LÓPEZ MATEO, M. A., “Asistencia financiera...”, cit., pp. 872-873.

⁷⁵² Sobre la cuestión, véase ARDIZZONE, L., “Articolo 2501-bis...”, cit., p. 504, así como CERRATO, S., “Le operazioni...”, cit., pp. 589-590.

⁷⁵³ MINGOT AZNAR, M., “Contenido y alcance del informe del experto independiente...”, cit., p. 225 trae a colación la idea de la posible existencia de subjetividades.

⁷⁵⁴ Así, téngase en cuenta TAMBURINI, M., “Art. 2501 bis...”, cit., p. 2530, quien alude a la posible consideración de cuadros macroeconómicos que permitan dilucidar la marcha futura de la economía nacional.

se cumplan los objetivos empresariales⁷⁵⁵ indicados en el plan económico y financiero.

Dado que el precepto italiano no alude a la consideración del informe, sino tan sólo a la del proyecto, de la literalidad de la norma parece derivarse que la exigencia del informe de expertos independientes no debe basarse en el plan económico y financiero. Ello induce a la duda sobre la adecuada consideración material de la valoración que se les encomienda por exigencia legal, dado que serán los recursos los consignados en el proyecto, pero no las fuentes, cuya indicación quedará reservada al informe de los administradores. Lo cierto es que ha habido algún autor⁷⁵⁶ que ha entendido que, en este punto, la norma española resultaría más adecuada por esta razón. Otros⁷⁵⁷, por el contrario, han entendido que la falta de atención al informe de los administradores no sería óbice para que el experto independiente configurara un documento adecuado, en la medida en que se podría partir de unos datos contables correctamente preparados y auditados⁷⁵⁸, que le permitirían analizar

⁷⁵⁵ CERRATO, S., “Le operazioni...”, cit., p. 590, quien pone el acento en la idea de prognosis que se exigía, en primer punto, a los administradores.

⁷⁵⁶ CERRATO, S., “Le operazioni...”, cit., p. 589.

⁷⁵⁷ Entiende PICONE, L. G., “Il leveraged buy-out...”, cit., p. 1437-1438 que pese a la literalidad de la norma, no se puede ignorar el plan económico y financiero, pero no deben ser juzgados los elementos industriales o económicos subyacentes, sino tan sólo la corrección de los datos contables –si no lo hubiera hecho ya el auditor en su informe–, sobre los planteamientos futuros de generación de flujos de caja por parte de los administradores y sobre la corrección en la aplicación de la metodología utilizada para la elaboración de las oportunas prognosis de flujos de caja.

⁷⁵⁸ Argumento utilizado por SPOLIDORO, M. S., “Fusioni pericolose...”, cit., p. 265 para entender que las razones de la operación son irrelevantes para la valoración de los expertos, lo que le lleva a considerar que con la información consignada en el proyecto sería suficiente. A su entender, lo que el informe debe contener es el cómo, el cuándo y el con qué se va a producir la devolución de la deuda a cuyo repago esté obligada la sociedad resultante (p. 266). De opinión similar es TAMBURINI, M., “Art. 2501 bis...”, cit., p. 2533. Con todo, en nuestra opinión, pese a que no parece difícil disponer de la información relativa al cuándo y al con qué, ya que es fundamentalmente la que se refiere a los recursos y a los plazos, queda por dilucidar de dónde obtienen los expertos la información del cómo si no se les exige tener en cuenta el informe de los administradores.

si las previsiones de flujos de caja futuros elaboradas por el órgano de administración serían del todo apropiadas, analizando, a su vez, las posibilidades de la metodología utilizada en la prognosis preparada⁷⁵⁹. A nuestro entender, sin embargo, si no se atiende al proyecto empresarial que se pretende llevar a cabo, no se puede determinar la correcta utilización de la indicada metodología, puesto que ésta se debe poner en relación con los objetivos empresariales del plan económico y financiero. Lo hasta ahora considerado puede ser entendido en el sentido de que la exigencia de información consignada en el proyecto sea, en realidad, superior a la que se extrae de la literalidad del texto. Otra posibilidad es entender que, al hacer alusión a las indicaciones del proyecto, el precepto debe ser interpretado en el sentido de que el informe de expertos debe considerar en un principio el indicado documento, pero puede –o más bien, debe– apoyarse en el otro para el caso de que la información del primero no le resulte insuficiente en su análisis.

En cualquier caso, cabe analizar lo que la razonabilidad de esta valoración económica debe suponer, fundamentalmente atendiendo a la posible cobertura de determinadas situaciones, a las que den lugar modificaciones de las condiciones económicas externas en las que desarrolle su actividad la sociedad que sea el resultado de la fusión. Se habla, en este sentido, de que el sustantivo “*razonabilidad*”, que constituye el eje del contenido exigido al informe del experto, debería ser implícitamente entendido como la

⁷⁵⁹ SERRANO ACITORES, A., *Leveraged Buyouts*, cit., p. 390 ha dotado de un contenido a la norma relativamente restrictivo, en la medida en que entiende que el informe de expertos tan sólo ha de comprobar que los flujos de caja se adecuan a lo que indica la contabilidad y los negocios de financiación contraídos por la sociedad resultante, tanto con anterioridad a la operación apalancada, como con ocasión de ésta. A nuestro parecer, sin embargo, se debe ir más allá, puesto que de lo contrario se corre el riesgo de no realizar una auténtica valoración material, puesto que no se analiza el fundamento de la prognosis y su adecuación o no.

incorporación de una suerte de *business judgement rule*⁷⁶⁰, que minoraría el deber de diligencia requerido a los administradores. De esta manera, el control que el experto lleva a cabo ha de basarse, en cierto modo, en una coherencia dentro del discurso, que a nuestro juicio debe ir más allá de la mera constancia de la vinculación entre el plan económico y los recursos que se pretenden generar⁷⁶¹. Éste no puede, sin embargo, ignorar cierta imposibilidad de una fiscalización excesivamente exhaustiva, no sólo porque económicamente resultaría falto de fundamento, en la medida en que existen elementos que en un entorno competitivo como el actual difícilmente pueden ser apreciables, sino porque, además, no parece bien cohonestarse con la idea de razonabilidad. A nuestro entender este concepto representa un elemento que exige la aplicación de la regla del buen juicio empresarial, resultando otra interpretación difícilmente sostenible.

Finalmente, como se decía, se trata de una valoración independiente⁷⁶², dado que lo que se pretende es un juicio de valor por parte de los expertos que sirva tanto a socios minoritarios como a acreedores como elemento de contraste del informe de los administradores. En último término, se persigue que la votación que tenga lugar con ocasión de la deliberación en la Junta General que, en su caso, deba adoptar el acuerdo de modificación estructural, se produzca sin concurrir en la voluntad de los socios vicio alguno. Por otro lado, el informe de expertos tiene una función indirecta de evitar comportamientos oportunistas por parte de los administradores. Éstos se encuentran incentivados a elaborar un documento que se ajuste a la realidad

⁷⁶⁰ Es ésta la opinión de PICONE, L. G., “*Il leveraged buy-out...*”, cit., p. 1439, quien sostiene que el vocablo utilizado clarifica que nos encontramos ante la regla del buen juicio empresarial.

⁷⁶¹ SALAFIA, V., “*Il “leveraged buy out”...*”, cit., p. 937.

⁷⁶² Es de esta opinión, que concuerda con el tenor literal y con el espíritu de la norma, RONCERO SÁNCHEZ, A., “*Fusión posterior a adquisición...*”, cit., p. 756.

empresarial y a la capacidad generadora de recursos de la compañía resultante, puesto que una valoración negativa por parte de los expertos resultará nociva para su reputación.

B) *La consideración no determinante del business purpose*

De las consideraciones realizadas en torno al significado de la razonabilidad de las indicaciones y, en concreto, de la viabilidad económica de la operación, se desprende un corolario, como es la importancia, tan sólo relativa de la *business purpose* –así como, en menor medida, de la *business reason*⁷⁶³. Hemos entendido que éstas deben incorporarse en el informe de los administradores, puesto que así parece sugerirlo la lectura que se ha realizado del precepto. Las razones tan sólo vendrían a delimitar el marco de actuación económico-empresarial explicado en el informe de los administradores a través de la manifestación de los objetivos. Las primeras responderían a la *business reason* y los segundos a la *business purpose*. Unas y otros – particularmente los segundos– contribuyen a indicar la forma de obtención de los recursos necesarios para el repago de la deuda, pero éstos no son determinantes en la validez que el experto debe otorgar a la operación que culmina con la fusión, dado que tan sólo la viabilidad *financiera*, esto es, la capacidad de atención de las obligaciones que afecten a la sociedad debe ser la que dé lugar a la respuesta.

⁷⁶³ Entre los argumentos traídos a colación por la doctrina, ha de tenerse en cuenta la idea de la imposibilidad de fiscalización judicial de éstas, como ha señalado EMBID IRUJO, J. M., “En torno al art. 35 de la ley de modificaciones estructurales...”, cit., p. 105.

De ambos aspectos, quizá sea incluso de menor relevancia la *business reason*⁷⁶⁴, puesto que podrá existir un proyecto económico que permitiese garantizar la generación de flujos de caja futuros que, sin embargo, no se basara en planteamiento previo alguno. Pero los objetivos empresariales tampoco son determinantes, en el sentido de que, en ausencia de una posibilidad de repago real, con independencia de que existiese un proyecto industrial relevante que permitiese generar sinergias, la valoración del experto debería ser, en todo caso, negativa. Quizá sea ésta una razón añadida por la que el legislador italiano haya optado por exigir tan sólo la consideración del proyecto y no del informe de los administradores. Esta tesis, implícitamente, llevaría a una interpretación según la cual la especialidad del contenido de este segundo documento respondería únicamente a la inclusión de las razones y una mayor pormenorización de los objetivos, siendo necesaria cierta referencia, aunque mucho más superficial a las fuentes de los recursos en el proyecto. A nuestro entender, el planteamiento no resulta descabellado, en la medida en que, de lo contrario, la valoración que puedan llevar a cabo los expertos resultará relativamente incompleta.

3. La determinación de la existencia de asistencia financiera

El segundo de los contenidos que el informe de expertos independientes debe cubrir, de conformidad con el numeral tercero del art. 35 LME, y que constituye, al tiempo, una de las mayores divergencias existentes entre el precepto y el art. 2501 bis Cc, es la referencia a la necesidad de determinación de “*si existe asistencia financiera*”. Son varias las cuestiones que dicha alusión final suscita, dada su incorporación relativamente inesperada a la

⁷⁶⁴ Considera MALGUZZI, A., “La disciplina del *leveraged buy-out*...”, cit., pp. 1052 que las razones no deben ser consideradas por el experto en su informe.

norma y que, al menos en la actual versión del Anteproyecto de Ley del Código Mercantil (art. 263-13), ha sido eliminada. En primer lugar, la norma alude a un concepto jurídico, existente en diversos preceptos de la legislación de sociedades de capital, que, sin embargo, debe ser fiscalizado por parte de un experto económico⁷⁶⁵, el cual debería, de entrada, tener un conocimiento profundo de la regulación de los supuestos de asistencia financiera, siendo conocedor de aquéllos que se encuentran permitidos –asistencia a socios y a administradores– y aquellos otros que no –asistencia a terceros para la adquisición de acciones propias–, además de las excepciones a estos últimos y las diferencias tipológicas que existen⁷⁶⁶. Ello no parece cohonestarse bien con la idea previamente sostenida en relación con la razonabilidad, según la cual ésta permitiría determinar la viabilidad económico-financiera de la sociedad, pues supone añadir una exigencia de conocimiento jurídico a quien, en principio, tan sólo parecía requerírsele una valoración de corte económica.

A lo anterior, se añade el hecho de que, en principio, todas las fusiones apalancadas constituyen, por las razones expuestas a lo largo del presente trabajo, un supuesto de asistencia financiera prohibida que vendría enervada por efecto del cumplimiento de las exigencias legales que el art. 35 LME impone. Por ello, la referencia contenida en el numeral tercero constituye una contradicción respecto al fundamento originario, siempre teniendo en cuenta que se sigue el planteamiento aludido por la cláusula general existente tanto en el art. 150, como en el art. 143.2 TRLSC. La doctrina se ha hecho eco de esta realidad, que hasta cierto punto daría lugar a una antinomia evidente,

⁷⁶⁵ Así lo advierte RONCERO SÁNCHEZ, A., “Fusión posterior a adquisición...”, cit., p. 757, según el cual hubiese tenido más sentido exigirle la determinación de la posible existencia de un elevado sobreendeudamiento.

⁷⁶⁶ Razón por la cual SERRANO ACITORES, A., *Leveraged Buyouts*, cit., p. 395 se muestra especialmente crítico con la opción legislativa.

respondiendo a la misma de manera dispar. Algún autor⁷⁶⁷ ha considerado que la advertencia de existencia de asistencia financiera por parte del experto sería incompatible, tanto con la tesis según la cual todo procedimiento de fusión, por sus características, que garantizan un elevado grado de tutela de los acreedores, da lugar a operaciones perfectamente lícitas, como con aquella que entiende que todas caen bajo el manto de la prohibición. Se entiende, en tal sentido, que si se siguiera la primera postura, ello podría dar lugar a impugnaciones, mientras que, para la segunda, supondría tanto como aceptar que algunas fusiones apalancadas no constituirían *per se* supuestos subsumibles en la consabida interdicción, lo que supondría llegar a un cierto grado de esquizofrenia⁷⁶⁸. Dadas las circunstancias, la situación puede solventarse, bien entendiendo que se ha producido un error del legislador⁷⁶⁹, bien realizando interpretaciones diversas, como las que se han planteado en la doctrina, bien dotando de un contenido diferente al concepto propio de asistencia financiera –quizá no necesariamente jurídico–, lo que no deja de resultar alambicado, si se tiene en cuenta que el precepto se encuentra especialmente vinculado con la norma general de la legislación societaria que la prohíbe.

La hipótesis del error legislativo parece ciertamente inapropiada, si se tiene en cuenta que, pese a que finalmente parece que va a producirse una modificación en caso de que el Anteproyecto de Ley del Código Mercantil llegara a ser derecho vigente, el precepto no ha sufrido cambio alguno en las

⁷⁶⁷ Véase así RONCERO SÁNCHEZ, A., “Fusión posterior a adquisición...”, cit., p. 758.

⁷⁶⁸ Como acertadamente han sugerido algunas voces, la fusión apalancada “*o en todos los casos es asistencia financiera o en ningún caso lo es*” (ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera...”, cit., p. 149, así como SERRANO ACITORES, A., *Leveraged Buyouts*, cit., p. 390).

⁷⁶⁹ Posición desechada por ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera...”, cit., p. 150.

sucesivas reformas que en los años que median entre 2009 y el presente han afectado a la LME. Un posible error legislativo, dado el aluvión de críticas vertidas por la doctrina, habría sido enmendado. No parece, en tal sentido, que el experto –por otra parte, sin conocimientos suficientes al respecto– deba sólo indicar, según el posicionamiento doctrinal que se siga, bien que en todas las fusiones apalancadas se produce asistencia financiera, bien que no es el caso en ninguna. Una posición intermedia⁷⁷⁰, en el sentido de entender que tan sólo determinadas operaciones de fusión apalancada supondrían supuestos de asistencia financiera tampoco parece ser del todo compatible con el planteamiento del precepto. Según este punto de vista, en caso de que la deuda que afectara a la sociedad resultante pudiera ser repagada en su integridad, no existiría asistencia financiera, mientras que en caso contrario sí que concurriría, lo cual supone tanto como decir que el contenido de la razonabilidad en relación con la viabilidad económico-financiera de la operación es el mismo que el que ahora se analiza. Una exégesis en tal sentido sólo podría ser entendida como redundancia del legislador –a no ser que se otorgara un valor relativo a la dilucidación de la razonabilidad, de la que la determinación de la existencia de asistencia financiera fuera tan sólo una consecuencia–. Si no es por razón de estilo, lo que no parece ser el caso, dada la utilización de la conjunción copulativa “y” para diferenciar los dos contenidos que el experto debe tener en cuenta en el informe, parece oportuno desechar la indicada interpretación.

No cabe, sino dilucidar si existe alguna interpretación posible, partiendo de la premisa de que el legislador elabora una norma con lógica interna, razón por la cual debe haber una solución exegética válida que no puede dar lugar

⁷⁷⁰ Que patrocina esencialmente GRIMA FERRADA, J., “La compraventa apalancada de sociedades...”, pp. 362.

a la ignorancia de una parte de lo requerido en el precepto. A lo largo de los siguientes apartados se exponen las diferentes soluciones traídas a colación por la doctrina para dar contenido a la enigmática expresión legal, evaluándolas y proponiendo finalmente la propia.

3.1. *La postura doctrinal de la incongruencia*

El primero de los planteamientos surgidos en la doctrina parte de la base de la incongruencia que la misma aparentemente incorpora y que acaba de ser puesta de manifiesto. Si la fusión supone una enervación de la prohibición de asistencia financiera, que el experto independiente deba determinar si ésta existe supone una contradicción en sí misma, a no ser que sea una mera constatación. Un sector doctrinal ha entendido que el art. 35 LME sería una norma “suicida”⁷⁷¹, posición, sin embargo, más tarde relativizada⁷⁷². En tal sentido, se arguye que el experto determinaría que la fusión apalancada en todo caso supondría la traslación del coste de la deuda a la sociedad objetivo, lo que supondría la existencia de asistencia financiera y, al vulnerar la prohibición, sería nula y no podría ser inscrita en el Registro Mercantil.

⁷⁷¹ Véase la enumeración de las cuatro normas –arts. 47, 38.1 y 38.2 LME, además del que nos ocupa- consideradas como tales por VICENT CHULIÁ, F., “Ley de Modificaciones Estructurales: Opciones de la Ley”, *El Notario del s. XXI*, núm. 28, 2009.

⁷⁷² VICENT CHULIÁ, F., “Análisis crítico...”, cit., p. 21-22, entiendo que la norma puede ser salvada “*de su propio suicidio*” interpretándola en el sentido de la regla propia del ordenamiento italiano, de manera que se trataría de una fórmula de “*financiación estructurada*”. Así, sería permitida toda fusión apalancada en la que, bien la distancia entre el endeudamiento y la fusión fuese superior a los tres años del supuesto de hecho normativo, bien la prognosis de flujos de caja permitiese la devolución de la deuda, bien la sociedad absorbente –en realidad, probablemente, adquirente- dispusiese de suficientes activos con carácter previo –es decir, entendemos, no es una *newco* de nueva creación-. A nuestro modo de ver, los dos primeros supuestos son considerados lícitos por razones diversas, no requiriéndose informe alguno en el primer caso, por no ser subsumible en la norma, y cumpliéndose la razonabilidad de la prognosis en el segundo. En cuanto al tercero, no parece que pueda entenderse lícito *per se* si en todo caso la deuda no puede ser devuelta.

Esta postura, por estricta, evidencia la antinomia existente, pero no resulta aceptable, puesto que, en primer lugar, y como ha sostenido algún autor⁷⁷³, si la opción legislativa hubiese sido despejar las dudas sobre la ilicitud de la operación apalancada que culmina con fusión, habrían sido diversas las opciones. En efecto, bien podría haberse añadido una breve referencia explicativa en sede de prohibición de asistencia financiera, en el sentido de indicar que por efecto de la fusión efectivamente se genera una garantía genérica consecuentemente prohibida, bien podía haberse incluido directamente una previsión correspondiente en la LME y, desde luego, no se habrían impuesto cautelas informativas añadidas como finalmente ocurrió. En segundo lugar, como se verá más adelante en la propuesta de interpretación de la norma, pudiera ocurrir que, pese a concurrir un elevado endeudamiento en una fusión apalancada, la sociedad adquirente, dada su capacidad de generar recursos, no necesitara de la propia de la *target* y, en consecuencia, no se produjera un traslado del coste de la deuda a esta última, lo que no daría lugar a una situación de prohibición de asistencia financiera en ningún caso.

3.2. *La interpretación integradora de la Directiva 2006/68/UE*

La segunda exégesis posible es la que pone en relación el concepto de asistencia financiera al que alude el art. 35 LME en su numeral tercero con el de la contenida en el art. 23 de la Directiva 2006/68/UE (hoy art. 25 de la Directiva 2012/30/UE). Así, entiende un sector de la doctrina⁷⁷⁴ que el citado precepto permite la flexibilización de la prohibición de asistencia financiera,

⁷⁷³ En tal sentido, ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera...”, cit., p. 149.

⁷⁷⁴ ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera...”, cit., p. 150-152.

siempre con unos límites, a saber, que los fondos destinados, en su caso, sean recursos libres de la sociedad que presta la asistencia. En tal sentido, el informe del experto independiente debería valorar la existencia de asistencia financiera que excediese el límite establecido por la Directiva. De este modo, se entendería que habría una parte de la asistencia financiera generada por el efecto de la fusión que sería aceptable y, consecuentemente, lícita, y otra que no.

Frente a ello, se podría argumentar que el planteamiento resulta poco realista, puesto que las fusiones apalancadas rara vez pueden repagar la deuda contraída meramente con los recursos libres *presentes* de la sociedad *target*, esto es, con aquéllos de los que dispusiera la compañía adquirida en el momento en el que tiene lugar la operación⁷⁷⁵. Así, si la indicación de la existencia de asistencia financiera que excediese el límite establecido en el Derecho de la UE tuviese efectos invalidantes, la gran mayoría de las operaciones del tipo que nos ocupa resultarían nulas. Lo anterior, probablemente, no se cohonestaría bien con el objetivo de la norma, que pretende dotar de licitud a aquellas fusiones que, por sus efectos, sean económicamente deseables y sea entonces procedente liberarlos de las ataduras de la prohibición de asistencia financiera. Además, y como se ha indicado en páginas anteriores, en diversos ordenamientos europeos, sujetos a la regla impuesta por la Directiva, las fusiones apalancadas se consideran perfectamente lícitas, con independencia de que el repago de la deuda pudiera

⁷⁷⁵ Véase fundamentalmente MINGOT AZNAR, M., “Contenido y alcance del informe del experto independiente...”, cit., p. 224, quien considera que la probabilidad de que la cuantía de la deuda a repagar exceda las reservas disponibles de la *target* es muy elevada. En el mismo sentido, VICENT CHULIÁ, F., “Análisis crítico...”, cit., p. 21. SERRANO ACITORES, A., *Leveraged Buyouts*, cit., p. 395, por su parte, entiende que éste debería haber sido el contenido del informe del experto, esto es, indicar cuándo se excedían los recursos de libre disposición.

ser cubierto con los recursos libres, lo que muy extrañamente es el caso. Constituiría una contradicción establecer términos de restricción diversos respecto al mismo texto normativo según el territorio en el que nos encontremos. Muy al contrario, parece que la solución, en todo caso, deberá buscarse en las normas nacionales, en las que sí que existen disparidades.

Abundando en la idea anterior, no resulta exenta de dificultades una exégesis que parta de la incorporación de unas reglas, como las de la Directiva, que establecen unos límites a la asistencia financiera que, en su concepción, difiere en un punto sustancial con la definición dada en el ordenamiento patrio. Así, es sabido que los supuestos de asistencia financiera sobre la que pesa la interdicción, enumerados en la Directiva, constituyen un *numerus clausus* y no incorporan una cláusula general como hacen los arts. 150 y 143.2 TRLSC. Por tanto, si, como hemos entendido, el efecto de asistencia financiera que deriva del efecto de garantía generado por la modificación estructural sería subsumible en los aludidos preceptos por aplicación de la cláusula general, no pueden ser utilizados los mismos criterios que si estuviésemos en un régimen más flexible, como el de la UE, y no nos referimos con dicha flexibilidad a la relativización incluida con ocasión de la Directiva 2006/68/UE, sino a la de su redacción originaria⁷⁷⁶. El límite a la asistencia financiera permitida por el legislador de la UE no es aplicable a aquella que no es considerada como tal por éste. O, dicho de manera inversa, la posible enervación de supuestos de prohibición de asistencia financiera tan sólo considerados sujetos a la interdicción por la

⁷⁷⁶ Véase el análisis sobre la implementación normativa del art. 23 de la Directiva en su versión originaria que realiza WYMEERSCH, E., “Article 23 of the second company law directive: the prohibition on financial assistance to acquire shares of the company”, en BASEDOW, J./ HOPT, K. J./ KÖTZ, H. (Hrsg.), *Festschrift für Ulrich Drobnig zum siebzigsten Geburtstag*, Tübingen, Mohr Siebeck, 1999, pp. 725-747.

legislación española debe atender a los límites establecidos por esta última y que se manifiestan en la exigencia de viabilidad económico-financiera de la operación en el propio art. 35 LME.

Finalmente, pareciera que una interpretación que, en el mismo precepto incluyese dos concepciones de lo que debe entenderse por asistencia financiera resultaría, cuanto menos, contrario a la lógica de la sistemática legal. En este sentido, la norma no puede establecer, al tiempo, dos criterios diferentes de lo que debe entenderse por auxilio financiero prohibido, dado que lo que se estaría produciendo es que el experto independiente debería exteriorizar su opinión, en primer lugar, en relación con la razonabilidad de las indicaciones de los administradores en sus documentos, esto es, las posibilidades de repago de la deuda, que vendrían a enervar la prohibición nacional y, a renglón seguido, advertirían de si se han superado los límites de la interdicción contenida en la Directiva.

3.3. La existencia de asistencia financiera en la operación de adquisición

La tercera interpretación que traemos a colación parte de la idea de que en la fusión apalancada existirían dos negocios diferenciados a considerar de manera separada. En tal sentido, en primer lugar, como se ha dicho, el efecto de asistencia financiera derivado de la garantía genérica que supone la fusión quedaría fuera de la prohibición por medio de la enervación a que da lugar la aplicación del art. 35 LME en los casos en los que la sociedad resultante pueda continuar su andadura económica sin riesgo de insolvencia, mientras que la previa adquisición del control requeriría una atención diferenciada. Así, pudiera haber ocurrido que para que tuviera lugar la adquisición del control, la *target* hubiese entregado cantidades de líquido a la adquirente, lo que quizá

constituiría un supuesto excesivamente burdo, o, lo que es más probable, que alguno de los activos de la sociedad objetivo hubiesen sido hipotecados o pignorados con ocasión de la compraventa. De esta manera, lo que el experto independiente advertiría sería que, con independencia de la viabilidad de la operación, la previa adquisición del control se llevó a cabo en vulneración de la prohibición, lo que daría lugar a la nulidad, no tanto de la fusión –ni tampoco de la compraventa–, sino de la garantía prestada.

La solución expuesta parece coherente en términos formales y podría resultar aplicable como interpretación. Sin embargo, existen algunos aspectos que empañan la propuesta, siquiera parcialmente. En primer lugar, si la exégesis resulta pertinente en los casos de adquisición del control, no parece ocurrir lo mismo cuando se trata de un *asset deal*⁷⁷⁷, puesto que la financiación por parte de la sociedad de bienes que a ella le pertenecen es perfectamente lícito. En todo caso, podría argumentarse que la referencia en el informe sería generalista, de manera que el experto debería concluir en todos los casos de compraventa de activos que no existía asistencia financiera, mientras que en los de acciones o participaciones se esperaría cierta valoración por su parte. Sin embargo, y ello nos lleva al segundo de los inconvenientes a que da lugar el planteamiento, no parece que advertir de esta cuestión sea necesario, habida cuenta de que el hecho de prestar asistencia financiera será constatado muy probablemente por parte de los socios minoritarios, bien porque se diese conocimiento de la misma en la Junta General, bien porque pudieran colegirlo de la cuentas anuales a las que tuvieran acceso. No habiendo requerimiento general de información sobre la

⁷⁷⁷ Cuestión insinuada por RONCERO SÁNCHEZ, A., “Fusión posterior a adquisición...”, cit., p. 756 al interrogarse sobre la necesidad de dar cumplimiento a este requerimiento del informe del experto independiente en todo caso.

existencia de asistencia financiera en relación con las situaciones descritas en los arts. 150 y 143.2 TRLSC, no parece que la regla deba ser ésta en casos concretos como los de fusiones apalancadas, máxime cuando la exigencia de valoración se pretende relacionar con la compraventa y no con la modificación estructural.

A mayor abundamiento, la constatación por parte de un tercero independiente de una situación ilícita por vulneración de una norma estricta, como es la de prohibición de asistencia financiera, no casa del todo desde un punto de vista teleológico con la función que el art. 35 LME debe ejercer. Si lo que se pretende es delimitar cuáles de entre las fusiones apalancadas son viables y cuáles no, de poco sirve la indicación de que, con independencia del juicio de razonabilidad llevado a cabo, el negocio de asistencia financiera se encontraba viciado de nulidad de inicio. Llevado al extremo, la redundancia informativa puede observarse si se piensa en el establecimiento de una garantía real sobre determinados activos de la *target* con ocasión de la entrega del líquido a la compañía adquirente por parte del tercero financiador. Constatada por el experto la existencia de un negocio de asistencia financiera prohibida con anterioridad nada obstaría para que tuviera lugar la fusión. Invalidado el negocio por el que se estableciese la hipoteca o prenda sobre determinados activos de la sociedad objetivo, éstos tendrían el mismo efecto respecto del crédito concedido por el tercero en razón de la integración de patrimonios derivada de la fusión.

En último término, existe una cuestión de orden sistemático que se uniría a los argumentos anteriores. Pese a que nada se diga en el precepto, cuya expresión lacónica permitiría exégesis en el sentido que aquí se considera, esto es, que lo que se analiza es si hubo asistencia financiera con ocasión de la adquisición del control y no en relación con la fusión, este planteamiento

resulta cuanto menos dudoso. Y es que si la función requerida a la norma hubiese sido la sugerida, su incardinación debería haber sido en la prohibición general de asistencia financiera de la legislación societaria y no en sede de modificaciones estructurales. Más aún si, como se ha esgrimido a lo largo del presente capítulo, el encuadramiento del art. 35 LME no es baladí, dado que se encuentra en sede de proyecto y no, como pudiera haber sido el caso, entre las disposiciones generales de esta concreta modificación estructural.

3.4. *El criterio de la business purpose*

Puede sugerirse, también, una solución que tenga en cuenta la llamada *business purpose* en línea, como se ha puesto de manifiesto con anterioridad, con la tendencia de las últimas normas de corte societario en el Reino Unido. La hipótesis se encontraría en relación con la jurisprudencia italiana de la década de 1990, que estableció la legitimidad de las fusiones apalancadas de manera “*casuística*”⁷⁷⁸, entendiéndose que la licitud de estas operaciones dependería de la concurrencia de una suerte de proyecto industrial que viniese a determinar la inexistencia de intento predatorio alguno con respecto a la sociedad *target*. De este modo, se argumenta, tan sólo podría tener validez la fusión apalancada, por no vulnerar la prohibición de asistencia financiera – cuestión que indicarían los expertos– en supuestos en los que hubiese un endeudamiento adecuado⁷⁷⁹, que no llevara a la compañía resultante a verse

⁷⁷⁸ Así lo plantea MARTÍ MOYA, V., “El *Merger Leveraged Buy-Out* o fusión apalancada...”, cit., pp. 622-624, quien entiende que nos encontramos ante la llamada “*tesi sostanzialista*”, abrazada por un sector de la doctrina italiana. En el mismo sentido, SERRANO ACITORES, A., *Leveraged Buyouts*, cit., pp. 392-393.

⁷⁷⁹ En tal sentido, EMBID IRUJO, J. M., “En torno al art. 35 de la ley de modificaciones estructurales...”, cit., p. 107 considera que lo relevante es la existencia de una suerte de equilibrio financiero en la operación.

obligada a tener que enajenar los activos –incluso no estratégicos (o precisamente éstos)–, que originariamente perteneciesen a la sociedad objetivo.

Sin perjuicio de la adecuación del planteamiento en términos prácticos, cabe realizar alguna consideración sobre su anclaje en la norma. Por un lado, como se ha defendido, el proyecto industrial requerido, que se manifiesta en los objetivos consignados en el plan económico y financiero que deben preparar los administradores en su informe, tan sólo ha de ser tenido en cuenta en la medida en que permite la generación de flujos de caja futuros, pero no como elemento legitimador de la modificación estructural. Por otro, una comprensión de la norma de estas características supone tanto como duplicar el contenido exigido ya en la razonabilidad de las indicaciones de los documentos de los dos primeros numerales del art. 35 LME, o lo que es lo mismo, estimar que el repago de la deuda legítima la operación, lo cual es del todo punto cierto, pero ya se encuentra reflejado en el primero de los requerimientos informativos del informe del experto. Así, tan sólo podría entenderse que nos encontramos ante una suerte de refuerzo del precepto, que el legislador habría incorporado como forma explicativa del concepto de la “razonabilidad”.

3.5. *La perspectiva estrictamente económica*

Una quinta postura es la patrocinada por un grupo de autores⁷⁸⁰ para quienes la indicación de la existencia de asistencia financiera tendría un

⁷⁸⁰ Tal es la opinión de LÓPEZ MATEO, M. A., “Asistencia financiera...”, cit., p. 880; MINGOT AZNAR, M., “Contenido y alcance del informe del experto independiente...”, cit., pp. 227-228; VIVES RUIZ, F./ TAPIAS MONNÉ, A., “La Ley de Modificaciones Estructurales...”, cit., p. 35. YUSTE DE AYALA, G., “El impacto de la Ley 3/2009...”, cit., p. 44, por su parte, va más allá al entender que, en realidad, la oportunidad de esta interpretación vendría dada por el hecho de que se evitaría la valoración de corte jurídico por

contenido esencialmente económico⁷⁸¹ –y no jurídico–, entendiendo que se espera del experto una simple valoración sobre el efecto de la fusión en relación con la deuda contraída. En otros términos, debe pronunciarse sobre si la modificación estructural efectivamente supone un auxilio financiero de algún tipo que permite garantizar el endeudamiento contraído. La interpretación realizada contiene elementos positivos, de los que cabe destacar que así se evita entrar en la incongruencia de exigir a un experto que no conoce la problemática jurídica subyacente que exteriorice una opinión al respecto.

Sin embargo, precisamente la ausencia de cualquier consideración de corte jurídico parece encontrarse en difícil consonancia con la lógica de la norma, toda vez que, de nuevo, parece antojarse necesaria una explicación que incorpore una respuesta de derecho a la cuestión, pese a que sea de carácter económico la valoración que el experto deba hacer. Así, existe un cierto paralelismo entre el primero y el segundo de los incisos del numeral tercero, dado que si la información que el experto debe aportar tiene como esencia un doble juicio de la índole referida, debe ser jurídica la consecuencia de la misma, puesto que de lo contrario, aquélla sería innecesaria.

3.6. Propuesta de solución de la antinomia

Partiendo de la hipótesis de corte económica recién enunciada, que como se ha puesto de manifiesto, no resulta inapropiada y, en su caso, pecaría de incompleta, compete finalmente exponer la solución que proponemos. En

parte del experto de una cuestión que no conoce y que, en caso contrario, podría dar lugar a que la fusión fuese inválida por contraria a la prohibición de asistencia financiera.

⁷⁸¹ MINGOT AZNAR, M., “Contenido y alcance del informe de experto independiente...”, cit., p. 227.

contra de lo sostenido por el sector doctrinal recién aludido, no puede ser ignorada la relevancia conceptual que tiene la mención de la “*asistencia financiera*”. La incidencia de corte jurídico⁷⁸² tampoco puede ser soslayada, incluso si ésta no tiene, en realidad, implicaciones invalidantes, sino que sólo constituye un elemento añadido de información para los destinatarios del documento en cuestión. Así, es una realidad que el informe contiene dos partes, siendo la primera la relativa a la viabilidad económica, que —ésta sí— responde a la idea de enervación de la prohibición. En el caso de la segunda, la consideración sobre la existencia de asistencia financiera exige al experto dar su opinión sobre si el efecto de la fusión efectivamente ha dado lugar a que el coste de la deuda se haya trasladado a la sociedad *target*⁷⁸³. Se trata de valorar, entonces, si con independencia del juicio relativo a la viabilidad económico-financiera de la sociedad resultante tras la modificación estructural, la adquirente habría podido repagar la deuda sin necesidad del apoyo que constituye la fusión⁷⁸⁴.

La razón de ser de una cláusula de estas características es diversa de la primera, habida cuenta de que no se plantea aquí el elemento que sirva para enervar la prohibición de asistencia financiera, sino si ésta siquiera se produjo efectivamente, lo que no representa consecuencia de índole invalidante, sino puramente informativa. En tal sentido, lo que se pretende es diferenciar entre tipos de fusión apalancada, según descansa su viabilidad en la capacidad de generación de recursos por parte de la sociedad resultante (en último término,

⁷⁸² Postura que consideramos adecuada en GIMENO RIBES, M., “Fin de protección de la norma y *Merger Leveraged Buy-Out...*”, cit., p. 269-270.

⁷⁸³ En definitiva, que la fusión no constituya una *garantía genérica* del repago de la deuda. Véase LÓPEZ MATEO, M. A., “Asistencia financiera...”, cit., pp. 882-883.

⁷⁸⁴ Cabe pensar, fundamentalmente, en supuestos en los que la sociedad adquirente es una compañía de gran envergadura que adquiere otra de pequeñas dimensiones, disponiendo la primera de una capacidad generadora de recursos que permitan hacer frente al endeudamiento.

de la *target*) o derive de la propia actividad económico-empresarial de la adquirente. Según la aversión al riesgo de los destinatarios del documento, la indicación permite que éstos conozcan, a los efectos del ejercicio de sus propios derechos –votación en contra por parte de los socios y oposición de los acreedores–, la forma de repago de la deuda que se va a producir. La licitud de la operación no se cuestiona, sino que se manifiestan las características de ésta para que aquéllos puedan actuar en consecuencia.

4. La responsabilidad del experto

Resta por dilucidar la posible responsabilidad que puede afectar al experto independiente en relación con su labor de preparación del consabido informe. A tal efecto, cabe realizar algunas consideraciones previas de relevancia. En primer lugar, se ha optado por analizar esta cuestión en el presente capítulo y no hacerlo en el siguiente, como es el caso de la responsabilidad de los administradores por entender que la razón de ser en cada caso es divergente. Mientras que en el caso del *management*, se trata de una de las consecuencias de situaciones patológicas que afecten a la fusión apalancada –y ello sin perjuicio de que haya de apreciarse el incumplimiento de deberes fiduciarios por parte de los administradores–. En segundo lugar, cabe hacer alusión a las similitudes apreciables entre el régimen de una posible responsabilidad de los expertos y la de los auditores, lo que, dado el tenor literal del art. 2501 bis Cc, tiene especial interés en el ordenamiento italiano. En el ordenamiento español, no existe tal referencia en el art. 35 LME, pero, al menos con anterioridad a la modificación operada por la Ley 25/2011, de 1 de agosto, existía una remisión a la aplicación de las reglas sobre responsabilidad de

auditores a los expertos independientes⁷⁸⁵. La desaparición tras la entrada en vigor de la norma legal indicada, no reincorporada en las sucesivas reformas legales posteriores que afectaron al precepto, pudiera haberse debido, como ha entendido algún autor, a un mero *lapsus calami*⁷⁸⁶. Lo cierto es que, no habiendo referencia explícita a dicha remisión, no nos parece descabellado, no existiendo alusión en contrario, y partiendo de una comprensión en clave histórica⁷⁸⁷, entender aplicable el régimen del TRLAC al experto⁷⁸⁸.

No puede ignorarse que, al contrario que en el contenido general exigido al informe del experto en el actual art. 34.3 LME, las especialidades del art. 35 LME contienen divergencias que las alejan de su similitud con la labor del auditor de cuentas. A su carácter esporádico y su designación por el Registro Mercantil, notas esgrimidas como diferenciadoras⁷⁸⁹, se añade en la fusión apalancada el tipo de labor a llevar a cabo. No se trata tanto de advertir una adecuación y correcta aplicación de la metodología en la elaboración de la documentación contable, sino, por un lado, de emitir un juicio de valor sobre las posibilidades futuras de viabilidad económico-financiera y, por otro, como se decía, de dilucidar la capacidad de retorno de la deuda por parte de la sociedad adquirente sin necesidad de recurrir a la capacidad de generación de flujos de caja futuros de la compañía resultante. En ambos casos nos encontramos ante un requerimiento de prognosis, lo que se separa del trabajo propio del auditor.

⁷⁸⁵ Véase a tal efecto el análisis de SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Informe de administradores...”, cit., pp. 518-520.

⁷⁸⁶ Así, FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “La dispensa del informe del experto en las fusiones y escisiones tras la desafortunada reforma de la LME por la Ley 25/2011”, *RdS*, núm. 37, 2011, pp. 141-160, concretamente, p. 143.

⁷⁸⁷ Piénsese, así, en el tenor del antiguo art. 236.3 TRLSA.

⁷⁸⁸ Postura mantenida por ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera...”, cit., p. 153.

⁷⁸⁹ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Informe de administradores...”, cit., pp. 518-519.

Sin embargo, varias son las razones que sugieren una aplicación analógica. En primer lugar, pese a que un tipo de análisis es contemporáneo y el otro es a futuro, en ambos casos se trata de tener en cuenta si la metodología ha sido aplicada con corrección. En tal sentido, la responsabilidad que en todo caso deba imputarse al experto independiente lo será por incumplimiento de su *lex artis* y no por razón diversa⁷⁹⁰. En segundo lugar, si lo que se pretende es cierta limitación de la responsabilidad a través de las concretas especialidades del art. 22 TRLAC, particularmente en lo que se refiere a la proporcionalidad (apartado segundo) y a la reducción del plazo de prescripción (apartado cuarto), parece lógico entender que, las mayores dificultades de una valoración del tipo de la exigida en el numeral tercero del art. 35 LME, unidas a la posible concurrencia de responsabilidades con los administradores, así lo requieren. En tercer lugar, parece que la tutela de acreedores y socios minoritarios frente a posibles incumplimientos de la *lex artis* será más completa si se les permite ejercitar las acciones contra posibles sociedades profesionales de las que los concretos expertos formen parte, en el sentido del art. 22.3 TRLAC, dada su probable mayor solvencia. Finalmente, cabe reiterar la idea de que una excesiva responsabilidad imputable a los expertos, especialmente si se extiende en el tiempo, incentivaría la generación de falsos positivos, es decir, de mayores supuestos de fusiones apalancadas que dieran lugar a sociedades financieramente inviables de los que en realidad se deberían dar. Difícilmente puede exigirse una prognosis sin fisuras que exceda de las cuatro anualidades y ello sin perjuicio de que, como se ha mantenido, ésta deba abarcar también las

⁷⁹⁰ Tal y como ha entendido SPOLIDORO, M. S., “Fusioni pericolose...”, cit., p. 266.

obligaciones pecuniarias a largo plazo de la sociedad resultante, puesto que ello parece derivarse del tenor literal del art. 35 LME.

VII. RECAPITULACIÓN

El capítulo que aquí concluye ha pretendido analizar la consecuencia jurídica de la norma objeto de estudio, que se manifiesta en una serie de obligaciones informativas añadidas que afectan a diversos sujetos y que se encuadran en la función general de mayor información que el régimen de la fusión apalancada pretende proveer a socios minoritarios, acreedores y trabajadores. La particular relevancia que ésta tiene en las modificaciones estructurales dadas las implicaciones de las operaciones que se integran bajo este común denominador, resulta incrementada en el caso que nos ocupa dados los riesgos de corte patrimonial y organizativo inherentes a las mismas. Así, cabe diferenciar entre los elementos comunes al régimen general de la fusión, que presentan caracteres especiales en las fusiones apalancadas, y los específicamente consignados en los tres numerales del art. 35 LME. De los primeros ha de hacerse alusión, en esencia, al balance, que pese a no contener especialidad alguna en el precepto español –no así, de manera indirecta, en la norma del ordenamiento transalpino–, revela particularidades insoslayables, como también al informe de los administradores y al elaborado por el experto independiente, de cuya regulación general pueden apreciarse elementos de relevancia.

Analizando las particulares consecuencias que la información puede tener en términos de tutela de los diferentes agentes económicos involucrados, los socios tienen un papel destacado en el mismo. En supuestos de sociedades objetivo con estructuras de capital disperso, el riesgo consiste en la posibilidad de que una desinformación acabe dejando la decisión sobre la

modificación estructural al órgano de administración, aunque ésta sea una manifestación de la autonomía de la voluntad de aquéllos en la toma de decisiones en la Junta General. Cuando nos encontramos ante compañías con capital concentrado, la situación es diversa y el tratamiento ha de tener en cuenta a los socios mayoritarios y a los minoritarios por separado. Por lo que se refiere a los primeros, en sus manos se encuentra la decisión sobre la adopción del acuerdo de fusión. Éstos tienen relevancia cuando no son la propia sociedad adquirente, lo que ocurre tanto en los casos de adquisición de activos, como en los de intervención de una *tercera* sociedad. Por su parte, los minoritarios vienen asistidos como compensación al derecho de separación, suprimido legislativamente en la actualidad por asimilación al Derecho de la UE y por llegar a suponer otrora un importante quebranto patrimonial para la sociedad. Esta información tiene como función, por una parte, la formación de la antedicha voluntad en aquellos supuestos en los que, pese a tener el control de la *target*, la adquirente no tenga la mayoría suficiente como para adoptar acuerdos de modificación estructural. Por otra, permite una tutela que tenga lugar *a posteriori*, en la medida en que, a través de la información contenida en los diferentes documentos exigidos, se puedan ejercitar los remedios necesarios, tanto en punto a lograr la impugnación del acuerdo, como para las correspondientes acciones de responsabilidad de los administradores. Ni el derecho estatutario de separación para supuestos de fusión ni la posibilidad de enajenar las acciones o participaciones que ostente el socio minoritario constituyen razón suficiente para que pudieran ser suprimidas las exigencias informativas, dado que, de una parte, la existencia de cláusulas estatutarias resulta poco frecuente en la práctica y, de otra, las restricciones a la transmisibilidad de corte legal o estatutaria y la posible

iliquidez externa de los títulos suponen limitaciones a la enajenación de los mismos.

Por lo que respecta a los acreedores, la información, que tiene que ver con la capacidad de repago de la deuda a la que venga obligada la sociedad resultante, permite que éstos sean conocedores de una posible futura situación de insolvencia y, en su caso, la documentación puede servirles para el ejercicio del derecho de oposición, así como para los demás remedios que les pudieran asistir. Éste constituye un incentivo a financiadores de las operaciones apalancadas para evitar conductas oportunistas en las que se vea involucrada también la sociedad adquirente, toda vez que su ejercicio da lugar a la necesidad de consignar una garantía real o personal para los créditos de quienes se hubiesen opuesto (art. 44 LME). La relativa reluctancia de las entidades de crédito a conceder avales o fianzas en supuestos de previsible falta de solvencia futura lleva a la necesidad de establecer garantías reales, que en caso de concurso, irían en perjuicio del financiador de la adquisición del control. En cuanto a los trabajadores, su interés tiene que ver con la posible pérdida del empleo en una futura situación de concurso o de reestructuración que acompañe a la modificación estructural; la información vendrá canalizada a través de sus representantes.

No contiene el art. 35 LME alusión a especificidad alguna en el balance de fusión. El documento contable en cuestión, sin embargo, plantea cuestiones diversas, que afectan, de un lado, a la información que puede asistir al financiador, en la medida en que mida el coste de la deuda, esto es, el tipo de interés, según las características que se deriven, entre otros, del análisis del balance. De otro, y en relación con los sujetos económicos cuya tutela es objeto de estudio, se plantean dos problemáticas, relativas, respectivamente, a la posibilidad de que, dada la proximidad temporal entre el endeudamiento

de la sociedad adquirente y la fusión, el balance utilizado de conformidad con el art. 36 LME no refleje la nueva deuda contraída, y a la posibilidad de cambios en la valoración de determinados activos. La primera de ellas tendría como consecuencia una falta de información, difícilmente remediable, incluso a través del recurso a la responsabilidad por *culpa in contrahendo*, precisamente por el establecimiento de reglas informativas delimitadas en el propio art. 35 LME. La segunda reviste la dificultad de que pudiera dar lugar a la no subsunción en la propia norma, caso de que se tratara de una compraventa de activos, si éstos no representaran una parte del valor relevante o si en los casos en los que el endeudamiento fuese de tipo *corriente*, resultase difícil establecer un nexo causal dada la reducida cuantía representada por los bienes en cuestión. A ello da solución el apartado segundo del art. 36 LME, que permite una nueva valoración, para la que el art. 37 LME establece una revisión por parte de un auditor. En el ordenamiento italiano, el propio art. 2501 bis *Cc* incorpora una regla por la que se exige un informe de auditoría de corte similar. La elaboración del mismo correrá de cuenta de uno de los auditores de las dos sociedades intervinientes –adquirente y *target*–, no pudiendo ser preparado el mencionado documento, en caso de participación de una *tercera* sociedad, por el auditor de la misma. La valoración, pese a todo, podrá tener por objeto, en su caso, activos de cualquiera de las compañías.

El proyecto constituye el documento fundamental de la modificación estructural y su redacción correrá a cargo de los administradores. Las especialidades informativas que el art. 35 LME establece tienen por objeto la indicación de los recursos y los plazos en los que la deuda contraída con ocasión de la adquisición del control o de los activos haya de ser repagada, siendo diferente el caso en la norma italiana, donde la referencia lo es a la

totalidad de las obligaciones que afecten a la sociedad resultante. La idea de “*deuda*” contenida en el numeral primero del precepto analizado debe entenderse en el mismo sentido que la del supuesto de hecho normativo, considerando posible cualquier obligación de dar, incluso las que tuvieran carácter *in natura*, no siendo de aplicación, por el contrario, a aquéllas que fueran de hacer. A la misma deben ser incorporados, no obstante, aquellos gastos financieros a los que se deba hacer frente, se manifiesten éstos como intereses, comisiones o gastos de índole diversa.

Por lo que respecta a los “*recursos*”, existiría una cierta diferencia entre la regla italiana y la del ordenamiento patrio, en la medida en que la primera dividiría la información entre el proyecto y el informe de los administradores exigiendo una mera alusión a los recursos en el primer documento y a las fuentes de los mismos en el segundo. En el precepto español, el objeto en el caso del proyecto sería todo lo referente a la deuda en la que se hubiese incurrido para la adquisición del control, por un lado, y la de la totalidad de la compañía resultante en el informe. En este último caso, se entendería implícita la necesidad de indicar las fuentes de los recursos, pudiendo ser éstas de diversa índole. Si parece lógico entender que la principal serán los flujos de caja futuros (*cash flows*) derivados de las sinergias generadas con ocasión de la fusión, puede haber otras de tipo diverso. Así, la venta de activos sería posible, siempre que no fueran estratégicos, puesto que de lo contrario se estaría frustrando el fin de la norma. Igualmente admisible resultaría la enajenación de divisiones empresariales, cuando éstas constituyeran duplicidades por contenerse en ambas compañías departamentos con idéntica función con anterioridad a la modificación estructural. No parece ser posible la indicación de obtención de recursos líquidos derivados de refinanciación alguna, ya que el tenor del precepto se refiere a la deuda contraída para la

adquisición y ello supondría tanto como que los administradores deberían prever en el propio proyecto los recursos a generar para el pago de la deuda derivada de la refinanciación. Ello no obstante, una indicación *ad cautelam* del posible recursos a refinanciaciones para situaciones económicas futuras no parece descartable. Finalmente, las potenciales entradas de líquido de sociedades dependientes de la resultante podrán constituir fuentes de recursos siempre y cuando se tengan en cuenta las contrapartidas derivadas de la doctrina de las ventajas compensatorias para las situaciones de grupo.

La identificación del concepto de los “*plazos*” es, en realidad, coincidente con la de vencimientos, dado que alude a los sucesivos momentos de abono de las cuantías debidas al financiador. Su alusión en la norma española –no así en la italiana– responde a una opción legislativa tendente a reforzar la información contenida en los documentos, exigiendo lo que por obvio no puede ser ignorado. Los vencimientos serán de tipo diverso, según el tipo de endeudamiento en el que se hubiera incurrido, pudiendo consistir en un único pago, en sucesivos abonos de cuantía menor a los que se una un último de mayor envergadura o, en fin, en vencimientos de cantidad similar.

Sobre la posibilidad de que la fórmula del numeral primero del art. 35 LME pueda ser concebida como test de solvencia, la problemática requiere de un análisis de lo que debe entenderse como tal. Formaría parte del mismo, en primer lugar, un test de balance, que no se encuentra en el precepto en cuestión, pero que aparece en diversos artículos de la legislación de sociedades de capital –sustancialmente, el art. 273.2 TRLS– y, en especial, en el régimen de autocartera (art. 146 b) TRLSC), con el que el precepto regulador de las fusiones apalancadas encuentra relación. El segundo elemento lo constituiría un test de liquidez (*ability-to-pay test*), que a su vez debería incorporar dos conceptos, a saber, la prognosis basada en flujos

futuros de caja, y un horizonte temporal a considerar. Si es una realidad que el primero se manifiesta en los recursos cuya indicación se requiere, el segundo no figura en la norma. Ello no obstante, éste vendría delimitado por la necesidad de atender a todos los vencimientos de la deuda, de lo que se derivan, no obstante, dos cuestiones. La primera tiene que ver con el hecho de que en el proyecto no se considera la totalidad de la deuda a cuyo repago se encuentra obligada la sociedad resultante, por lo que, en todo caso, el test de solvencia lo constituiría la suma del proyecto y el informe de los administradores. La segunda cuestión surgiría de la necesidad de tener en cuenta incluso las obligaciones a largo plazo, puesto que en todo caso serían vencimientos que la compañía debería atender, lo que, sin embargo, no sería óbice para una comprensión de la regla como test de solvencia.

El informe de los administradores tiene un contenido general establecido por el art. 33 LME que se refiere al canje de valores, a las dificultades de valoración y a las implicaciones jurídicas y económicas para socios, acreedores y trabajadores. En las fusiones apalancadas, la primera de las cuestiones puede tener importante relevancia derivada, en buena medida, de las problemáticas que se deriven de una utilización de un balance que no se ajuste a la realidad patrimonial, puesto que ésta será la base para el cálculo del tipo de canje. El informe de administradores, como el resto de los documentos, debe contribuir a la reducción de las asimetrías informativas entre el socio de control de la *target* y los minoritarios, de un lado, y los *viejos* y *nuevos* acreedores, de otro, entendiendo por los segundos, los involucrados en la financiación de la operación de adquisición. Las consecuencias para los diferentes sujetos económicos aludidos son las indicadas al inicio de esta recapitulación.

Por lo que respecta a las especialidades propias del numeral segundo del art. 35 LME, se exige en primer término la elaboración de un plan económico y financiero que indique los recursos y los objetivos. La interpretación de los primeros ha de ser la misma que en el proyecto, pero, pese al silencio de la norma en este punto, debe tratarse de aquéllos necesarios para el repago de la totalidad de la deuda por la resultante. Una interpretación diversa –en sentido restrictivo– no tendría en cuenta la función informativa que se espera del documento, puesto que describiría una situación falta de realismo. La ausencia de referencia legal alguna a los vencimientos de la deuda no debe ser óbice para entender que éstos deben quedar subsumidos en la norma, dado que responde a la lógica del plan económico y financiero. Además de que, si en el proyecto se exigen, y el informe debe, en cierto modo, contribuir a la explicación del contenido del proyecto, no parece oportuno obviar la indicada alusión. La mención explícita de los recursos por la norma supondría, así, tan sólo una forma utilizada por el legislador para resaltar, por su relevancia, la necesidad de consignar dicha información. La labor pronóstica exigida a los administradores configura, como se decía, un test de solvencia que exigiría una cierta diligencia. Ésta no debería ser entendida de manera exorbitante, sino limitada, habida cuenta de los posibles vaivenes futuros del sector económico en el que la sociedad resultante desarrolle su actividad empresarial, de lo que los autores del documento no pueden tener conocimiento absoluto. Una referencia a posibles escenarios y a sus consecuencias sí que parece exigible.

Los “*objetivos*”, que constituyen el segundo de los elementos que debe integrarse en el plan económico y financiero, suponen la expresión de la estrategia empresarial a seguir para lograr determinados resultados que permitan la generación de líquido para el repago de la deuda. Su *disclosure*,

no obstante, vendría limitado por las necesidades de mantener en secreto determinadas actuaciones que, de otro modo, podrían dar lugar a la frustración de los aludidos objetivos.

Además del plan económico y financiero, el informe de los administradores debe incluir las razones de la adquisición “y, *en su caso*”, de la fusión. Las primeras constituirían la *business reason*, no fiscalizable en sí misma, pero generadora de información para los sujetos económicos implicados, y delimitadora de su relación con los objetivos y los recursos, cuya incompatibilidad con los mismos sí que podrá ser advertida, en su caso, en el informe del experto independiente. Las razones de la fusión, por su parte, que no tienen correspondiente alusión en la norma italiana, tan sólo serán relevantes a los efectos del informe cuando formen parte de la estrategia empresarial, dado que en caso contrario tan sólo constituirán el elemento que supone la garantía genérica del repago de la deuda.

Finalmente, el informe de los expertos independientes requiere, además de las exigencias comunes contenidas en el art. 34 LME, un juicio de razonabilidad sobre lo indicado en el proyecto y en el informe de administradores, así como la determinación de la existencia de asistencia financiera. La función de éste es contribuir a la eliminación de las asimetrías informativas antes aludidas, pero también servir de contrapeso a la documentación preparada por los administradores y, al tiempo, constituir una suerte de elemento que desincentive el distanciamiento de la realidad en el informe de aquéllos. A ello pretende contribuir la forma de designación del experto, regulada en el RRM y que tiene lugar por un tercero, el Registrador Mercantil –el tribunal en el caso italiano, tal y como se desprende del art. 2501 sexies *Cc-*, así como las reglas sobre incompatibilidades, que permiten

la recusación del experto y que, en último término, pretenden garantizar la independencia de su juicio.

De la parte del contenido del informe que es común al resto de fusiones, destaca la importancia del mantenimiento patrimonial a través de la comprobación de que éste sea al menos equivalente al capital de la sociedad resultante o a la parte correspondiente al aumento en caso de absorción, lo que en la fusión apalancada resulta relevante por cuanto supone contribuir a evitar situaciones fraudulentas y potencialmente vulneradoras de la prohibición de asistencia financiera.

En cuanto a las cuestiones específicas, el juicio de razonabilidad requiere la consideración del proyecto y del informe de los administradores, restringiéndose el análisis al primero de los documentos en el caso italiano, lo que bien puede explicarse si se tiene en cuenta que la información contenida en el proyecto según el art. 2501 bis Cc debe ser la correspondiente al repago de la totalidad de la deuda que afecte a la sociedad resultante. Ello, sin embargo, no evitaría cierta ignorancia de datos cualitativos que el informe de los administradores aporta. Se plantea en relación con la norma española, en primer término, la necesidad de valorar las razones, lo que sólo puede explicarse en la medida en que éstas son de las que luego se derivan los objetivos que, a su vez, dan lugar a la generación de recursos. El juicio de razonabilidad es de carácter económico, siendo jurídica tan sólo la consecuencia, en términos de enervación o no de la prohibición de asistencia financiera en los casos en los que la totalidad de la deuda contraída pueda ser repagada. A su vez, supone una valoración material, dado que no se restringe a la efectiva redacción de la documentación por parte de los administradores, sino que analiza la corrección del mismo. Se plantea la duda, no obstante, del nivel de valoración material que en el caso italiano se puede llevar a cabo si

no se requiere tomar en consideración el informe de los administradores que incluye el plan económico y financiero. O bien ha de presumirse, en consecuencia, una mayor exigencia informativa en el proyecto, o bien el experto, en este caso, deberá, al menos, y aunque el tenor literal de la norma no lo exija, tener en cuenta el informe de los administradores. Finalmente, se trata de una valoración independiente, por las razones anteriormente referidas.

Mayor dificultad reviste dilucidar lo que debe entenderse por existencia de asistencia financiera. Advertida la aparente antinomia de entender que no resulta comprensible que si una norma tiene por objeto enervar la prohibición de asistencia financiera en razón de determinados parámetros –la posibilidad de devolución de la deuda–, la misma exija analizar si ésta se aprecia, la hipótesis de error del legislador resulta, sin embargo, discutible, dado que, en todo caso, se habría modificado en las sucesivas reformas legislativas que han afectado a la LME. Tampoco parece lógico entender que, dadas las características de la operación, deba entenderse que toda fusión apalancada está prohibida, puesto que si ese fuese el caso, el legislador no habría configurado un precepto de las características del art. 35 LME, sino que habría establecido la interdicción absoluta de las mismas. El planteamiento según el cual el experto debería indicar la parte de la asistencia financiera que se encontrara prohibida según las reglas incorporadas en el art. 25 de la Directiva 2012/30/UE parece descartable por cuanto la gran mayoría de las fusiones apalancadas supone un endeudamiento que excede los recursos libres, lo que implicaría la práctica prohibición de la totalidad de las operaciones de estas características. Por su parte, entender que la referencia a la asistencia financiera debe ser comprendida en el sentido de la que se pudiera haber producido en la operación de adquisición no parece poder

apreciarse en supuestos de *asset deal*, además de que no parece lógico entender que una norma relativa a las fusiones deba considerar la prohibición que pueda afectar a las compraventas. Una interpretación en sentido casuístico tendría el inconveniente de suponer una duplicidad respecto de la valoración de la viabilidad económico-financiera implícita en el juicio de razonabilidad. Finalmente, una interpretación netamente económica sería posible, pero debería ser completada entendiendo que lo que se pretende es reforzar la tutela informativa de los socios, advirtiendo a éstos de los supuestos en los que las sociedades resultantes de fusiones apalancadas pudieran hacer frente a la deuda a cuyo repago estuviesen obligadas sin necesidad de contar con el efecto de garantía genérica derivado de la fusión o, lo que es lo mismo, con el traslado del coste de la deuda a la *target*.

Por último, en relación con la posible responsabilidad del experto, procede la aplicación analógica de las reglas establecidas para el auditor en el TRLAC y ello sin perjuicio de que la Ley 25/2011 eliminara la referencia del entonces art. 34.4 LME, que se remitía al art. 22 TRLAC. A pesar de las diferencias entre la actividad del experto y la del auditor, el régimen parece oportuno por cuanto restringe el ámbito de la responsabilidad al reducir el plazo de prescripción de la acción y limitarla a la proporción del daño causado, además de establecer la solidaridad de la sociedad profesional a la que pudiera pertenecer el experto.

CAPÍTULO VI. LAS CONSECUENCIAS JURÍDICAS DERIVADAS DE LOS SUPUESTOS FRAUDULENTOS O ECONÓMICAMENTE INVIABLES

I. CUESTIONES PREVIAS

La disciplina establecida en el art. 35 LME para aquellas fusiones posteriores a adquisiciones con endeudamiento se encuentra integrada por un supuesto de hecho normativo, unas consecuencias que configuran una serie de reglas de las que se derivan obligaciones informativas añadidas y una cautela final que advierte de la subsunción en el precepto de los casos específicos de fusiones simplificadas. El régimen, sin embargo, no contempla especialidad alguna en relación con las implicaciones que un desconocimiento o incumplimiento de la regulación deba llevar aparejado. Se hace necesario, entonces, recurrir a las reglas generales sobre los diferentes remedios existentes en los diversos sectores del Derecho Mercantil para garantizar la suficiente –y pretendida- tutela a los sujetos económicos implicados en situaciones patológicas en las que ésta sea oportuna. Una información exigida legalmente y, sin embargo, no suministrada de manera apropiada o incluida en una documentación elaborada de manera errónea tiene como consecuencia la ineffectividad del precepto normativo, cuyo cumplimiento debe poder ser, bien exigido, bien suplido a través de fórmulas dispares.

A tal efecto, el presente capítulo distingue entre los aspectos jurídicos que afectan a la operación y que pueden incidir en el propio sistema de control *ex ante* del tipo especial de operaciones que aquí nos ocupa y que tendrían por

objeto evitar su continuación y aquellos otros que dan lugar a resultados diversos, bien por no haberse producido el oportuno control en un momento temporal propicio, bien por responder a la protección de un bien jurídico diferente. Entre los primeros se tomarán en consideración, fundamentalmente, la posible invalidez o ineficacia de los negocios integrantes de la operación, definidos separadamente en el capítulo correspondiente a la delimitación del supuesto de hecho normativo. Así, compete dilucidar la incidencia que las normas contractuales y societarias vayan a tener, de un lado, en el negocio de financiación mediante el cual se obtenga el crédito necesario para poder llevar a cabo la adquisición del control o de los activos de la sociedad *target*, de otro, en la propia compraventa, y, finalmente, en la subsiguiente modificación estructural. En el mismo bloque se analiza la posible significación de la responsabilidad de los administradores en relación con los documentos cuya elaboración a ellos compete. La consideración que pudiera derivarse de la actuación de los expertos independientes y de los auditores ya fue considerada en el capítulo anterior.

Por lo que respecta al resto de las consecuencias que la operación pudiera acarrear, son traídas a colación tanto los aspectos concursales⁷⁹¹, como los tributarios⁷⁹². Los primeros resultan de interés en la medida en que pueden

⁷⁹¹ Véase, ampliamente, CERDÁ ALBERO, F., “*Leveraged Buy-Out* y situaciones concursales: implicaciones para la entidad de capital riesgo”, en TRÍAS SAGNIER, M. (Coord.), *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España. Entidades y operaciones*, Madrid, Marcial Pons, 2006, pp. 301-336.

⁷⁹² Téngase en cuenta, entre otros, las consideraciones de PALAO TABOADA, C., “Los “motivos económicos válidos” en el régimen fiscal de las reorganizaciones empresariales”, *EF*, núm. 235, 2002, pp. 63-110; VINUESA MAGNET, J., “Régimen fiscal de las fusiones apalancadas”, *RECR*, núm. 1, 2012, pp. 63-68; GUERREIRO ANTOLÍN, L./ ZAYAS, J. L., “Reestructuraciones post-compra, fiscalidad y motivos económicos válidos en operaciones LBO”, *RECR*, núm. 3, 2009, pp. 15-24; CUSÍ NAVARRO, J. M., “Precariedad jurídica en los LBOs”, *RECR*, núm. 2, 2011, pp. 31-41.

constituir la forma de tutela de carácter *ex post* a disposición de los acreedores para el caso de que la fusión, cuya inviabilidad económica no hubiese sido advertida o conscientemente negada. Procede en tal caso dilucidar si la legislación concursal ofrece posibilidades de actuación, bien a través de las acciones de reintegración de la masa, bien por medio de la responsabilidad concursal de los administradores por el déficit. Una y otra institución servirían para incrementar, una vez producida la insolvencia, las posibilidades de repago de los créditos de los que sean titulares los *viejos* acreedores. En cuanto a los aspectos de índole fiscal, no se trata propiamente de remedios, sino tan sólo de consecuencias que puedan tener determinadas operaciones de fusión apalancada de las que se deriven ahorros de corte tributario que puedan ser reputados como fraudulentos. El beneficio fiscal obtenido como consecuencia de la aplicación del régimen especial de fusiones del Impuesto sobre Sociedades y la posibilidad de deducir de la base imponible los correspondientes gastos financieros derivados del elevado endeudamiento pueden tener consecuencias paralelas a los remedios jurídico-privados. Parece oportuno, así, analizar la interdependencia que se produce entre unos y otros, que en buena medida viene condicionada por la divergencia en el bien jurídico objeto de tutela.

II. ASPECTOS SOCIETARIOS Y CONTRACTUALES

El art. 35 LME ha establecido un sistema de control *ex ante*⁷⁹³ que, en esencia, consiste en la actuación de un experto independiente –tercero

⁷⁹³ La idea de la contraposición entre ordenamientos que llevan a cabo un control *ex ante* de la modificación estructural y aquéllos que dejan la posible compensación económica a la activación de instituciones jurídicas que operan con posterioridad la hemos desarrollado en

designado por un ente público ajeno a la sociedad- que realiza un juicio de valor sobre la viabilidad económico-financiera de la operación apalancada que pretende ser culminada mediante una fusión y cuyas características vienen especificadas por los administradores con carácter previo en sendos documentos. La idea, consiguientemente, es la de analizar cuáles de entre los *merger leveraged buy-outs* que se van a llevar a cabo merecen una aprobación por parte del ordenamiento jurídico, por ser económicamente valiosos dada la mayor eficiencia productiva que pretenden lograr y cuáles merecen reproche legal por incorporar un fuerte riesgo de insolvencia que desaconseje que sean sustanciados. En este sentido, como ha habido oportunidad de dar cuenta en el capítulo precedente, el control opera por una doble vía. Por un lado, se desincentiva la actuación oportunista de los administradores, que harán lo posible por adecuar el contenido del informe a la realidad económica de la sociedad, lo que, a su vez, supone evitar operaciones que abiertamente vayan a impedir el repago de la deuda que afecte a la sociedad resultante. Por otro, los socios disponen de una información añadida, que sirve de contraste y que viene otorgada por el consabido informe del experto independiente.

Queda garantizada, así, la adecuada formación de la voluntad de los socios, que serán los que deberán adoptar el correspondiente acuerdo en la Junta General que debata sobre la cuestión. Puede hablarse de una cierta autotutela de los socios que viene dada por el hecho de reforzar la información disponible que, en último término, es la finalidad primordial que parece inferirse de la configuración del art. 35 LME. Su incardinación sistemática, en sede de proyecto de fusión, parece avalar este planteamiento, que, sin embargo, se antoja incompleto por diversas razones. En primer lugar,

GIMENO RIBES, M., “Fin de protección de la norma y *Merger Leveraged Buy-Out...*”, cit., a partir de la p. 256.

excepción hecha del supuesto de *asset deal*, en el que por razones obvias no ocurre, la previa compraventa que dé lugar al control por parte de la sociedad adquirente puede generar una situación en la que la decisión sobre la fusión deja de constituir una deliberación en sede de Junta General –de la *target*– para ser tomada de forma unilateral por la sociedad adquirente, máxime si ésta es una *newco*, sociedad de nueva creación íntegramente participada por un fondo de capital-riesgo. Poco o ningún efecto tendrá, en estos casos, el informe del experto independiente si el contenido de la norma que nos ocupa tiene por única finalidad la labor informativa referida⁷⁹⁴. Parece que deben derivarse consecuencias específicas que van más allá del contenido del precepto, particularmente si de lo que se trata es de contribuir a la existencia de una adecuada protección de los sujetos económicos cuyos intereses pueden verse frustrados, esto es, fundamentalmente, socios minoritarios y acreedores.

Siendo esto así, se hace necesario dilucidar la oportuna configuración de reglas de *enforcement* que permitan que el art. 35 LME constituya algo más que una declaración programática. De lo contrario, el contenido del precepto quedaría rebajado a formalidades de mero trámite, generadoras, por otra parte, de costes innecesarios si el socio mayoritario tiene la capacidad de decisión y en todo caso va a orientar su voto en sentido positivo porque él mismo promueve la operación. Si el objetivo no es vaciar de contenido el precepto en liza, parece obvio que existe una relevancia, tanto del informe de administradores, como del de experto independiente, que excede del propio contenido del art. 35 LME. A nuestro entender, el contenido de ambos informes, más allá de la información que proveen, debe servir como fundamento para delimitar las consecuencias que se han de derivar en

⁷⁹⁴ En contra, cabe tener en cuenta toda la argumentación de SPOLIDORO, M. S., “Fusioni pericolose...”, cit., a partir de la p. 264.

situaciones patológicas, impliquen éstas algún tipo de ineficacia – esencialmente, de la fusión- o se trate, por el contrario, de responsabilidad de los administradores. En relación con las primeras, dada la configuración jurídica por la que se ha optado, cabe entender que operan con carácter preferente a la tutela que se podría derivar en caso de producirse definitivamente la situación concursal y que, por no estar dirigida a tal fin, no resultará la más apropiada. Por lo que se refiere a la responsabilidad de los administradores, supone una medida de la que puede hacerse uso tanto de manera complementaria, como sustitutiva y que, en todo caso, permitirá el correspondiente resarcimiento patrimonial.

1. Invalidez o ineficacia de determinados negocios

Es una realidad que el concepto legal de fusión apalancada que se encuentra en el art. 35 LME incorpora una triple realidad negocial encadenada. Un negocio de financiación tiene por objetivo la adquisición del control o de los activos, mientras que la posterior fusión pretende servir, salvo excepciones, como garantía genérica del crédito otorgado a la sociedad adquirente para llevar a cabo las compraventas que den lugar a un supuesto de hecho subsumible en el tenor del precepto aludido. Cabe, entonces, distinguir entre los tres aspectos aludidos. Como se ha sostenido, la fusión, en tanto garantía, constituiría un supuesto de asistencia financiera prohibida que tan sólo vendría enervado si, cumplidas las exigencias específicas del precepto que nos ocupa, se constatase la viabilidad económico-financiera de una futura sociedad resultante. La norma, sin embargo, no resuelve lo que debe ocurrir con aquélla que, según el informe del experto independiente, no deba continuar el procedimiento, y, sin embargo, tenga lugar como consecuencia de la decisión de la Junta General. Tampoco se dice nada sobre

lo que debe ocurrir con el contrato por el que se concede el crédito a la sociedad adquirente, ni tampoco con la subsiguiente compraventa. Si la prohibición de asistencia financiera –no enervada- tan sólo afecta al propio negocio por medio del cual éste se produzca, cabe cuestionar cualquier efecto que vaya más allá de la aludida invalidez, en su caso, de la fusión.

Seguidamente se analizan los diferentes negocios que integran la operación, lo que se lleva a cabo de manera cronológica en el sentido indicado en el supuesto de hecho normativo del art. 35 LME. Así, con carácter preliminar se consideran las implicaciones que una falta de viabilidad económico-financiera puede tener para el negocio de financiación, con posterioridad para la adquisición y, finalmente, para la modificación estructural que constituye la fusión propiamente dicha. En el caso de esta última, se diferencian tres estados: el acuerdo de la Junta General, la elevación a público por medio de la escritura notarial y la inscripción en el Registro Mercantil, aludiendo a las posibilidades existentes en cada uno de los estadios.

1.1. Negocio de financiación

Sin perjuicio de que el negocio de financiación pueda manifestarse de muy diversa forma, como hubo ocasión de exponer al delimitar el supuesto de hecho normativo, a los efectos del presente apartado será considerado de manera unitaria como contrato de crédito o negocio de financiación, consistente en la entrega de líquido por parte de un tercero financiador a la sociedad adquirente que, por la misma, adquiere la obligación de devolver la cuantía prestada en los vencimientos que se estipulen, así como, en su caso, los gastos financieros pactados. A la hora de plantear su posible invalidez

como consecuencia de la inviabilidad de la operación de fusión, cabe tomar en consideración, en primer término, la prohibición de asistencia financiera misma, que es, en cierto modo, la que puede generar la patología negocial⁷⁹⁵. Dado que el negocio que, en su caso, se encuentra afectado por la prohibición de asistencia financiera es la fusión propiamente dicha, habida cuenta de que quien asiste, en términos de los arts. 150 y 143.2 TRLSC, es la sociedad cuyas acciones o participaciones se adquieren *-target-*, éste y no otro será el único negocio sujeto a posible invalidez⁷⁹⁶, como ha señalado la doctrina⁷⁹⁷.

No existiendo norma legal que tenga como consecuencia patología contractual o societaria alguna para el negocio de crédito⁷⁹⁸, se plantean, no obstante, posibles situaciones que pudieran surgir con ocasión de una impugnación del acuerdo de fusión o como resultado de su declaración de nulidad. En primer lugar, cabría pensar en la existencia de una condición resolutoria⁷⁹⁹ en el contrato de financiación consistente en la no concurrencia de la fusión. En este sentido, la impugnación del acuerdo que la adoptara

⁷⁹⁵ Recientemente se ha puesto en tela de juicio la oportunidad de la invalidez como remedio frente a las situaciones prohibidas de autocartera y asimiladas, tal y como ha puesto de manifiesto CARRASCO PERERA, A., “Contra la nulidad de los negocios prohibidos de adquisición de participaciones sociales en autocartera. Comentario a la STS de 1 marzo de 2012”, *RdS*, núm. 39, 2012, pp. 339-353.

⁷⁹⁶ Salvo algún autor minoritario, que entiende que el negocio de financiación también se encontraría afectado por la prohibición de asistencia financiera. En tal sentido, GALLETI, D., “*Leveraged buy out* ed interessi tutelati...”, cit., p. 445.

⁷⁹⁷ Véase así, VAQUERIZO ALONSO, A., *Asistencia financiera*, cit., pp. 542-545; BAYONA GIMÉNEZ, R., *La prohibición de asistencia financiera*, cit., pp. 415-416; FLORES DOÑA, M. S., *Adquisición de acciones*, cit., pp. 371-377, aunque posteriormente plantea la situación de los LBO desde el punto de vista de los negocios fraudulentos (p. 387); FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, M. C., *La asistencia financiera*, cit., pp. 260-261; SCHROEDER, U., *Finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs*, cit., p. 250; Recientemente, BROSIUS, J., *Die finanzielle Unterstützung des Erwerbs eigener Aktien. § 71a AktG im Gesamtgefüge des Kapitalerhaltungsrechts*, Köln, Carl Heymann, 2011, p. 92.

⁷⁹⁸ Tomando la perspectiva de la garantía, FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, M. C., *La asistencia financiera*, cit., p. 262 entiende que el financiador mantendrá la concesión de crédito sin la garantía concedida.

⁷⁹⁹ ALBANESE, A., “*Leveraged Buy-Out*, rifinanziamento del débito originario...”, cit., p. 54 lo plantea como consecuencia del incumplimiento de determinados *covenants*.

supondría que ésta no habría tenido lugar, incluso si se hubiese acordado en la Junta General, puesto que a efectos de los terceros –tercero financiador-, ésta tendría lugar en el momento de su inscripción registral, tal y como se deduce del art. 46 LME⁸⁰⁰. Más compleja resulta la situación en caso de nulidad de fusión, habida cuenta de que ésta, en realidad, habría tenido lugar y dicha nulidad sería relativa –constituyente de ineficacia⁸⁰¹- o, lo que es lo mismo, tendría efectos *ex nunc*, como se deriva del tenor literal del apartado tercero del art. 47 LME, según el cual las obligaciones contraídas por la sociedad resultante tras la inscripción y con anterioridad a la sentencia que declare la nulidad no se verán afectadas por la misma. En este sentido, pareciera lógico entender que el tercero financiador no podría esgrimir que el contrato de concesión de crédito no quedaría resuelto. Ahora bien, si recurriendo al art. 1284 CC, podría entenderse que una cláusula de las características aludidas debiera ser entendida tan sólo en el sentido más adecuado para la producción del efecto y ello pese al contraargumento del art. 1283 CC, según el cual no deberá entenderse que las cláusulas contractuales deban hacer alusión a casos no previstos en ellas⁸⁰². Ante la duda, el tercero financiador podría desarrollar la cláusula en el sentido de contemplar ambas

⁸⁰⁰ La cuestión ha sido revisitada, últimamente, por ARA TRIADÚ, C./ RAMÍREZ, C., “De nuevo a vueltas con la fecha de eficacia de la fusión frente a terceros (A propósito de las resoluciones de la DGRN de 20.IX y 13.X de 2011, la amenaza fantasma de la DGT y la STS de 25.V.2012)”, *RDM*, núm. 285, 2012, pp. 231-268, concretamente, pp. 238-239.

⁸⁰¹ CACCHI PESSANI, S., *La tutela dei creditori*, *cit.*, p. 190. Entre nosotros, ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., “La fusión de sociedades anónimas”, en ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A. (Dir.), *La reforma de la ley de sociedades anónimas*, Madrid, Civitas, 1987, pp. 345-387, p. 382; ANDREU MARTÍ, M. M., *La nulidad de la fusión de sociedades*, Cizur Menor, Aranzadi, 2002, pp. 131-132.

⁸⁰² Sobre las reglas de interpretación de los contratos, véase el trabajo de JORDANO BAREA, J. B., “La interpretación de los contratos”, en AA.VV., *Homenaje a Juan Berchmans Vallet de Goytisolo*, vol. 1, Madrid, Consejo General del Notariado, 1988, pp. 309-336, en particular, pp. 319-323.

situaciones, tanto la de impugnación del acuerdo de fusión, como de ejercitación de la acción de nulidad de la fusión una vez ésta ya hubiese sido inscrita en el Registro Mercantil.

Ha de traerse a colación, por lo demás, la sugerencia de algún autor⁸⁰³ según la cual para el supuesto de que en el informe del experto independiente no se ajustara a la realidad, se requiriese a la sociedad adquirente, contraparte del contrato de financiación, la mayor aportación de fondos propios –una suerte de capitalización- para que la operación pudiera ser llevada a cabo. El planteamiento supondría incluir una condición resolutoria de tipo diverso. Consistiría, en esencia, en supeditar la concesión del líquido por parte del tercero a la efectiva realización de la fusión, pero permitiendo una suerte de situación intermedia en la que la compañía compradora pudiera evitar la resolución del negocio de financiación mediante la utilización de mayores fondos propios⁸⁰⁴. Incluso podría pensarse en la inclusión de cláusulas de cambios adversos –cláusulas MAC (*material adverse change*⁸⁰⁵)–, particularmente para supuestos en los que pese a la subsunción en el régimen del art. 35 LME, la operación se hubiese llevado a cabo en un período

⁸⁰³ Véase sobre el particular, YUSTE DE AYALA, G., “El impacto de la Ley 3/2009...”, cit., p. 48.

⁸⁰⁴ No parece descabellado el supuesto de que nos encontremos ante sociedades de nueva creación (*newcos*) que podrían incorporar mayores cantidades de fondos propios a través de inyecciones de liquidez por parte de los fondos de capital-riesgo que las controlarán. En caso de sociedades adquirentes ya existentes, la mayor aportación de fondos propios parece menos problemática, por un lado, por el hecho de que no serán sociedades vacías como en el caso de las anteriores. Sin embargo, por otro, pudiera ser que la liquidez con la que contarán fuera menor.

⁸⁰⁵ En relación con las mismas, cabe aludir al trabajo, vinculado a su existencia en ofertas públicas de adquisición y contratos de financiación, de HOPT, K. J., “MAC-Klauseln im Finanz- und Übernahmerecht”, *Festschrift für Karsten Schmidt zum 70. Geburtstag*, Köln, Otto Schmidt, 2009, pp. 681-704, particularmente en la p. 688, al referirse a las *economy (market) MAC-Klauseln*. Entre nosotros, vinculado a las compraventas de empresa, véase el trabajo de GILI SALDAÑA, M. A., “Las cláusulas de cambios adversos relevantes en las adquisiciones de empresas”, *InDret*, núm. 1, 2013, pp. 1-19.

temporal relativamente extenso, siempre, claro está, sin exceder los tres años que el precepto establece. El contrato de crédito podría, en todo caso, contemplar bien la resolución del contrato, bien contener una previsión de otra índole⁸⁰⁶. El reajuste del precio parece algo relativamente incoherente en este tipo de negocios jurídicos desde un punto de vista económico. Si existe una mayor probabilidad de insolvencia, esto es, de inviabilidad económico-financiera de la operación, bien por constatación de cambios significativos en la actividad del sector del mercado, bien porque así lo haya consignado el experto en su informe, una elevación de los intereses a los que el prestatario –sociedad adquirente- deba hacer frente tan sólo tendrá como resultado el incremento del riesgo de impago⁸⁰⁷.

Con todo, en uno y otro caso se plantearía el problema de la devolución de las cuantías pecuniarias si el contrato de concesión de crédito quedara resuelto por efecto de la aludida condición. Huelga señalar que para el momento en el que se elabore el informe del experto independiente que cuestione la operación o incluso se produzca la impugnación del acuerdo o el ejercicio de la acción de nulidad, el prestatario ya habrá adquirido el control o los activos de la sociedad, por lo que el líquido concedido por el tercero financiador habrá sido utilizado en la correspondiente compraventa. Siendo éste el caso, se plantean diversas hipótesis. Una pudiera consistir en el establecimiento de una cláusula de características similares –condición

⁸⁰⁶ La regla de la autonomía de la voluntad y la inexistencia de un precepto en el ordenamiento español –al contrario del alemán, que sí lo tiene en el § 313 BGB- que incorpore la doctrina *rebus sic stantibus*, por otro lado reconocida jurisprudencialmente, hace perfectamente posible su inclusión en el contrato de financiación. Al respecto, HOPT, K. J., “MAC-Klauseln...”, cit., pp. 690-691.

⁸⁰⁷ Téngase en cuenta, SIEGER, J. J./ HASSELBACH, K., “Break Fee-Vereinbarung bei Unternehmenskäufen. Im Blickpunkt: Zulässigkeit und Vertragsgestaltung nach deutschem Gesellschaftsrecht”, *BB*, núm. 13, 2000, pp. 625-631; FLEISCHER, H., “Der Zusammenschluss von Unternehmen im Aktienrecht...”, cit., pp. 566-567.

resolutoria- en el contrato de adquisición, lo que resolvería la compraventa en caso de que la modificación estructural resultara frustrada y, en consecuencia, permitiría al comprador recuperar la cantidad invertida de los ex-socios vendedores o de la *target* y, así, poder devolverla al tercero. Una segunda supondría el mantenimiento de la situación, que habría dado lugar a un grupo por subordinación, pudiendo servirse la adquirente de su dependiente para obtener liquidez, que en todo caso debería recibir en condiciones de mercado (*arm's length*) y atendiendo a la doctrina de las ventajas compensatorias. Parece probable, no obstante, que si el experto independiente determinó la inviabilidad de la fusión, una situación de grupo tampoco garantizará la continuación económica futura del mismo, dando lugar, con una alta probabilidad, a una situación de insolvencia. Mucho más apropiado parece la reventa de los títulos por parte de la sociedad adquirente en el mercado, con las dificultades que ello acarrearía si no nos encontráramos ante sociedades cotizadas, por razón de la posible iliquidez en el mercado. Diferente es el caso del *asset deal*, en el que, si los activos eran estratégicos, la *target* habrá quedado privada de ellos, a no ser que los recompre o que adquiera otros de índole similar en el mercado. La compañía adquirente podría, no obstante, recabar el líquido oportuno mediante la enajenación de los bienes en el mercado o revendiéndolos a la sociedad objetivo, siéndole posible repagar la deuda al tercero.

1.2. La adquisición

Los problemas que se pueden derivar para la adquisición, sea ésta del control, sea de los activos han sido ya puestos de manifiesto en cierto modo en el apartado previo y consisten, esencialmente, en una situación en la que el contrato de compraventa ha sido perfeccionado y, probablemente,

consumado. La prohibición de asistencia financiera que pudiera derivarse de la falta de viabilidad de la modificación estructural constatada por el experto independiente en su informe no tendría efecto alguno⁸⁰⁸ en el negocio de transmisión de la propiedad⁸⁰⁹. La sociedad adquirente, sin embargo, desearía retrotraer la misma, puesto que, al no poder llevar a cabo la fusión, pudiera quedar resuelto el contrato de financiación, obligándosele a la devolución del crédito al operar una posible condición resolutoria introducida en el mismo. Cabe, a este respecto, manejar diversas hipótesis según si la obligación de pago del precio hubiese tenido lugar y si el objeto del contrato hubiesen sido los activos o las acciones o participaciones en las que estuviese dividido el capital de la *target*.

Si la obligación de pago del precio hubiese sido satisfecha por el comprador con anterioridad a la exteriorización de la opinión del informe de los expertos independientes, lo cual parece lo más probable, nos encontramos en la situación descrita en el apartado precedente. A no ser que se hubiese incluido una condición resolutoria de índole similar en la compraventa, la compañía adquirente se encontraría ante una situación de iliquidez que podría paliar beneficiándose del poder de dirección ejercido sobre la dependiente con las cautelas antes referidas o enajenando los títulos. Por el contrario, si se hubiese llevado a cabo una compraventa con precio aplazado, frente a la

⁸⁰⁸ Véase una constatación de esta realidad ya en JOOST, D., “Grundlagen und Rechtsfolgen der Kapitalerhaltungsregeln im Aktienrecht”, *ZHR*, núm. 149, 1985, pp. 419-443, particularmente, p. 430. El autor entiende que los supuestos de vulneración de la prohibición de asistencia financiera son de los pocos dentro de las posibles vulneraciones de las reglas imperativas sobre capital social que pueden acarrear una nulidad contractual, habida cuenta de que, en el resto de supuestos, el “*Rückforderungsanspruch*” puede constituir tutela suficiente.

⁸⁰⁹ Como ha puesto de manifiesto, pese a las dudas surgidas como consecuencia de la “*conexión o dependencia*” entre contratos, BAYONA GIMÉNEZ, R., *La prohibición de asistencia financiera*, *cit.*, p. 419; FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, M. C., *La asistencia financiera*, *cit.*, pp. 268-272.

exigencia de cumplimiento por parte de la contraparte (art. 1124 CC) poco podría esgrimirse, con la salvedad del supuesto de que se tratara de sociedades que estuvieran en la autocartera de la *target*, en cuyo caso nos encontraríamos ante un negocio jurídico contrario a la prohibición de asistencia financiera, dado que se estarían anticipando las acciones o participaciones por parte de la sociedad *target* sin exigir el inmediato abono de su precio. Se entendería que los títulos habrían permanecido en todo caso en la autocartera de la compañía objetivo y que no existiría obligación del comprador a su pago.

Por su parte, en caso de *asset deal*, la situación resultaría menos compleja, como se ha advertido, dado que la obtención de la liquidez mediante la venta de los bienes tendría menores dificultades y la propia *target* podría estar interesada en su recompra. Tampoco se plantearía problema alguno si se hubiese llevado a cabo la adquisición con precio aplazado, pues la situación, en términos netos, no diferiría de la considerada.

1.3. La fusión como negocio de asistencia financiera en caso de informe desfavorable de los expertos independientes

El último estadio de la operación apalancada que configura la definición de *merger leveraged buy-out* integrada en el ordenamiento es la fusión, que constituye el negocio jurídico sobre el que habían planeado las dudas respecto a la ilicitud por contravención de la cláusula general de la interdicción de auxilio financiero. Sostenida su efectiva vulneración por constituir una garantía genérica del repago de la deuda concedida a la sociedad adquirente por el tercero financiador, cabe plantear el valor que debe otorgarse al efecto que la regulación del art. 35 LME produce en su aplicación a las operaciones delimitadas por éste. Es claro que el cumplimiento de las obligaciones informativas añadidas da lugar a la enervación de la prohibición, pero,

entendemos, sólo si una vez cumplidas las exigencias legales, el informe del experto independiente establece que la viabilidad económico-financiera queda fuera de duda. Se cumple así el objetivo de la norma, que pretende evitar la imposibilidad de llevar a cabo fusiones de estas características, en las que por necesidades de liquidez se recurre al endeudamiento, pero que permiten la generación de las oportunas sinergias a través de los beneficios reorganizativos de la integración de las sociedades intervinientes.

El problema surge cuando el informe del experto independiente considera que la documentación preparada por los administradores tiene un contenido que no resulta razonable⁸¹⁰ y que, en tal sentido, no se va a poder cumplir con las obligaciones pecuniarias derivadas de la totalidad de la deuda contraída en los sucesivos vencimientos. Se plantea entonces lo que debe ocurrir con la fusión en cuyo procedimiento⁸¹¹ se encuentran inmersas las compañías participantes. Resulta poco probable la hipótesis en la que el acuerdo de la Junta General no sea favorable incluso si el informe haya sugerido lo contrario, tanto por las consecuencias que la negativa pudiera tener en términos contractuales en relación con el negocio de financiación y con la compraventa, como por los esfuerzos realizados por parte de la sociedad adquirente. Especialmente resulta difícil de imaginar una situación de este tipo si la parte del capital social ostentada por la compañía que hubiese

⁸¹⁰ Nos referimos únicamente a una posible valoración desfavorable por parte del experto independiente en su informe y no a la de los administradores en el informe cuya elaboración corre de su cuenta por entender que estos últimos son los que promueven la modificación estructural. Por lo que resultaría incoherente pensar que elaboraran el proyecto y, seguidamente, indicaran en el informe que el plan económico y financiero es irreal o que a través del mismo no es posible el repago de la totalidad de la deuda. Además, a los administradores no se les exige valoración alguna, simplemente una explicación, necesariamente favorable, de lo consignado en el proyecto.

⁸¹¹ La idea de procedimiento de la fusión la planteó originariamente GIRÓN TENA, J., *Derecho de Sociedades Anónimas*, Valladolid, 1952, pp. 620-621.

adquirido el control le permitiese adoptar el acuerdo en la Junta General sin necesidad de contar con el voto favorable de otros socios. Surge entonces la problemática de la tutela de los socios minoritarios y de los acreedores que se pretende a través de la regla establecida en el art. 35 LME, y ello sin perjuicio de que algunos de estos últimos hubiesen ejercitado su derecho de oposición en el momento oportuno. En el mejor de los casos, se habría garantizado – puede que con hipoteca o prenda- la deuda de aquéllos, lo que agravaría, por la quiebra de la *par conditio creditorum*, la desprotección en la que se encontrarían el resto de *viejos* acreedores.

Así las cosas, si lo que el art. 35 LME pretende es un control *ex ante* y una evitación de aquellas fusiones apalancadas que no contribuyan a generar valor añadido, con las consecuencias financiero-patrimoniales que lleven aparejadas, lo cierto es que parece necesario que pueda hacerse uso de algún remedio tendente a la limitación de la eficacia futura de la modificación estructural. Al no haberse incluido referencia especial en el art. 35 LME a algún otro precepto que le sirviera de complemento es necesario buscar la oportuna solución en la regla general sobre impugnación de la fusión del art. 47 LME. Lo mismo ocurre en el caso italiano, donde el art. 2501 bis *Cc* no aporta mayor información, debiendo el operador jurídico acudir al art. 2504 quater *Cc*, homónimo del art. 47 LME, pero con importantes diferencias. La dificultad añadida se plantea a la hora de aplicar el de por sí complejo tenor del art. 47 LME, que ha dado lugar a interpretaciones dispares a la fusión apalancada. Lo que se pretende dilucidar es, entonces, si la regla general sobre nulidad de la fusión tiene cabida específica en supuestos en los que se hubiesen requerido las especialidades documentales exigidas en el art. 35 LME.

El régimen de la impugnación o nulidad de la fusión se ha reputado tradicionalmente restrictivo, por haberlo impuesto así el art. 22 de la Tercera Directiva⁸¹². Establece en la actualidad el art. 47 LME que las fusiones que se hubiesen llevado a cabo en cumplimiento de la LME no pueden ser impugnadas con posterioridad a su inscripción y que, en todo caso, el plazo para ejercitar la acción es de tres meses, período temporal muy reducido que dificulta la posible evitación de la modificación estructural, desde luego si todavía no se ha producido la inscripción en el Registro Mercantil, pero en mayor medida si ésta ya ha tenido lugar. Algo similar ocurre en el ordenamiento italiano, donde el art. 2504 quater *Cc* impide cualquier impugnación de la fusión con posterioridad a la inscripción⁸¹³. La razón de ser de esta configuración normativa descansa en que, en la ponderación de intereses en juego –los de los sujetos económicos vinculados a alguna de las sociedades frente a los de los terceros que tengan algún tipo de relación jurídica en el futuro con la sociedad resultante–, la seguridad del tráfico adquiere mayor peso conforme avanza el tiempo. Es por ello que se limitan las posibilidades invalidantes, en el caso italiano coincidiendo con el hito que constituye la inscripción en el Registro Mercantil, por iniciarse los efectos

⁸¹² Véase en este sentido la explicación de DUQUE DOMÍNGUEZ, J., “La fusión en el Proyecto de reforma...”, cit., pp. 773-775. En relación con el plazo, anteriormente de seis meses, tal y como establecía el texto comunitario, véase EMBID IRUJO, J. M., “En torno a la nulidad de la fusión y de la escisión en la nueva Ley de Sociedades Anónimas”, *RGD*, núms. 550-551, 1990, pp. 5605-5618, concretamente, pp. 5613-5614; ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., “La fusión...”, pp. 383-384; BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., “La fusión de sociedades”, en ALONSO UREBA, A./ CHICO ORTIZ, J. M./ LUCAS FERNÁNDEZ, F., *La reforma del derecho español de sociedades de capital (reforma y adaptación de la legislación mercantil a la normativa comunitaria en materia de sociedades)*, Madrid, Colegio Nacional de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, 1987, pp. 631-661, concretamente, pp. 660-661; MARTÍNEZ SANZ, F., “La nulidad de la fusión en la Ley de Sociedades Anónimas”, *RDM*, núm. 195, 1990, pp. 65-93, pp. 86-87.

⁸¹³ Véase, por muchos, ANGELICI, C., “La nullità della fusione”, *Riv. Dir. Comm.*, núm. 1, 1992, pp. 267-278, donde realiza una exégesis del indicado precepto.

frente a terceros, y en el español al reducirlo a un período temporal –de caducidad⁸¹⁴- de tres meses. En la fusión apalancada, dicho juego de intereses se ve modificado hasta cierto punto, dado que existe un mayor riesgo para acreedores y socios minoritarios que requiere de tutela, pero que no se ve correspondido por el mayor efecto sinérgico que pudiera conllevar, en términos generales, la modificación estructural. Parece lógico entender, así, que si en términos de ejercicio de la acción de impugnación del acuerdo o de nulidad de la fusión no existen especialidades, sí que las haya en aspectos materiales y que éstas se manifiesten en relación con los particulares requerimientos del art. 35 LME.

Hasta el momento hemos hecho alusión de manera consciente a impugnaciones de acuerdos y a acciones de nulidad de la fusión para referirnos a los posibles remedios que pudieran asistir a las partes interesadas. Hemos entendido que, tal y como ha puesto de manifiesto un sector de la doctrina⁸¹⁵, se aprecia una diferencia en el ejercicio de la acción regulada en el art. 47 LME según nos encontremos en un momento previo o posterior a la inscripción en el Registro Mercantil. Lo cierto es que el apartado primero del precepto indica que “*ninguna fusión podrá ser impugnada tras su inscripción siempre que se haya realizado de conformidad con las previsiones de esta Ley*”. La norma puede interpretarse *a sensu contrario*, como que con

⁸¹⁴ Lo que se deriva del propio tenor de la norma. Con anterioridad, el art. 246 TRLSA también contenía una referencia similar, aunque el plazo era de seis meses.

⁸¹⁵ En relación con la actual LME, MARTÍ MOYA, V., *El procedimiento de fusión de las sociedades mercantiles*, cit., p. 281. El sistema difiere del régimen anterior, habida cuenta de que no contempla una remisión a las reglas sobre impugnación de acuerdos, como hacía el art. 246 TRLSA. Al respecto, EMBID IRUJO, J. M., “En torno a la nulidad de la fusión...”, cit., p. 5610; PÉREZ TROYA, A., *La tutela del accionista*, cit., pp. 419 y ss. MARTÍNEZ SANZ, F., “La nulidad de la fusión...”, cit., pp. 66-67 traía a colación, poco después de la reforma del Derecho de Sociedades Anónimas, la duda existente en la concepción que debía darse a la ineficacia de la fusión, de proximidad a la nulidad de sociedad o a la impugnación de acuerdos.

posterioridad a la inscripción en el Registro Mercantil, tan sólo podrán impugnarse las fusiones que no hubiesen seguido las reglas establecidas en la ley en la que se inserta el precepto, esto es, la LME, siempre y cuando, claro está, nos encontremos dentro del plazo de tres meses establecido en el apartado segundo. Con anterioridad a la inscripción, por el contrario, la impugnación podrá realizarse con fundamento en norma legal distinta, lo que parece remitirnos a las reglas generales de la impugnación de acuerdos sociales adoptados en Junta General contenidas en los arts. 204-208 TRLSC. Esta diferencia de tratamiento, que tiene su fundamento en la necesidad de restricción de la ineficacia de una fusión, por lo complejo que resultaría retrotraerla y por las posibles problemáticas que ello acarrearía para el tráfico⁸¹⁶, respalda la idea de la autonomía de la acción de nulidad de la fusión respecto de la mera acción impugnatoria⁸¹⁷. A los efectos de la fusión apalancada, las implicaciones son obvias, dado que en un caso será tan sólo el contenido del art. 35 LME el que pueda ser objeto de consideración, mientras que en el otro pueden entrar en juego normas de diferente índole. La divergencia en el régimen aconseja, consecuentemente, un tratamiento diferenciado de los estadios de la fusión, para lo que se ha optado por distinguir entre el momento en el que el acuerdo de fusión es adoptado, el de

⁸¹⁶ Idea manifestada, entre otros, por SEQUEIRA MARTÍN, A., “La fusión y la escisión (Tercera y Sexta Directivas)”, en GARCÍA DE ENTERRÍA Y MARTÍNEZ-CARANDE, E., *Tratado de Derecho comunitario europeo*, t. III, Madrid, Civitas, 1986, pp. 27-72, concretamente, p. 70.

⁸¹⁷ Véase sobre la cuestión EMBID IRUJO, J. M., “En torno a la nulidad de la fusión...”, cit., p. 5613, quien aboga por la diferenciación entre la impugnación de acuerdos y la acción de nulidad, lo que en buena medida se fundamenta –a su parecer–, entre otros motivos, en la existencia de un mismo término de ejercicio de la acción, que sugeriría un tratamiento unívoco, frente a la divergencia apreciable en el régimen de la impugnación de los acuerdos sociales.

su elevación a público por medio de la escritura notarial y, finalmente, el de la inscripción en el Registro Mercantil.

Con todo, cabe traer a colación diversas cuestiones comunes a ambos remedios. Se trata, en primer lugar, de la cuestión relativa al plazo de ejercicio de los mismos. El *dies a quo* es, según el apartado segundo del art. 47 LME, el momento en el que la fusión fuese oponible a quien invoca la nulidad, lo que lleva a diferenciar entre acreedores y socios minoritarios⁸¹⁸, que son en último término los posibles afectados por una fusión apalancada económicamente inviable. Mientras que para los socios minoritarios, parece lógico entender que se trate del momento del acuerdo de fusión, para los acreedores, por el contrario, debe ser el momento de inscripción de la modificación estructural en el Registro Mercantil⁸¹⁹. Por lo que se refiere a los socios minoritarios –o cualquier otro socio, la referencia no es por voluntad de exclusión, sino por entender que se corresponde en mayor medida con la realidad de la fusión apalancada-, cabe decir que lo que se impugna con anterioridad a la inscripción es el acuerdo de la sociedad (generalmente, la *target*) de adoptar la modificación estructural. En cuanto a los acreedores, es una realidad que sus posibilidades en relación con los remedios se ven reducidas, lo que, sin embargo, pretende ser paliado tanto mediante el derecho de oposición, como a través de la tutela dispensada por la compensación pecuniaria establecida como alternativa por el segundo inciso del apartado primero del art. 47 LME.

⁸¹⁸ Véase en tal sentido MARTÍ MOYA, V., *El procedimiento de fusión de las sociedades mercantiles*, cit., pp. 303-304. También, en cierto modo, YUSTE DE AYALA, G., “El impacto de la Ley 3/2009...”, cit., pp. 46-47.

⁸¹⁹ Entienden, por el contrario, MARTÍNEZ SANZ, F., “La nulidad de la fusión...”, cit., pp. 87-88 y ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., “La fusión...”, cit., p. 384 que el *dies a quo* para los socios debe ser la inscripción en el Registro Mercantil y para los terceros de buena fe la publicación en el BORME.

Además, cabe considerar que el *dies a quo* pudiera ser entendido en diferente momento según el tipo de vicio que afecte al acuerdo adoptado por la Junta General incluso para los socios minoritarios. Así, mientras que las cuestiones que afecten tan sólo a una de las sociedades intervinientes darán lugar al inicio del cómputo del plazo desde la misma adopción del acuerdo, por el contrario, en los aspectos vinculados a la sociedad resultante como ente autónomo, aquél no se iniciará hasta que se haya adoptado el acuerdo por todas las compañías participantes. Parece, en este sentido, que dado que aquí procede dilucidar hasta qué punto algunos de los elementos relacionados con la dinámica del art. 35 LME pueden dar lugar a la impugnación, el *dies a quo* para los socios minoritarios deberá comenzar a contar a partir de la concurrencia de ambos acuerdos, a no ser que el de la compañía en la que no tenga participación alguna no se le hubiese sido comunicado y no tuviera forma de conocerlo.

En relación con el plazo cabe realizar una ulterior consideración que resulta problemática. Hemos entendido que las fusiones apalancadas en las que el informe del experto independiente hubiese considerado que la operación no tenía viabilidad no se enervaba la prohibición de asistencia financiera que pesa sobre la modificación estructural. En tal sentido, tal y como se infiere de los arts. 150 y 143.2 TRLSC, la asistencia financiera a terceros para la adquisición de acciones propias da lugar a la invalidez del negocio, la cual ha de ser entendida en sentido contractual y no societario⁸²⁰. La contravención de la ley de un contrato de financiación supone su nulidad absoluta. Ello entra en conflicto con las referidas limitaciones de la acción de

⁸²⁰ Piénsese que, en último término, supone una contravención de norma legal, lo que, en principio, constituye uno de los supuestos del art. 1255 CC, según el cual, *a sensu contrario*, no sería válido el pacto que vulnerara precepto legal alguno.

nulidad de la fusión. Surge la duda, así, de qué debe primar, si el régimen general de impugnación de las fusiones o la prohibición de asistencia financiera. A nuestro entender, cabe diferenciar entre las compraventas de acciones o participaciones y las de activos⁸²¹, dado que en las segundas no se verifica este problema por no encontrarse sujetas a la prohibición de asistencia financiera. La regla restrictiva de la impugnación de las fusiones encontraría aplicación sin duda alguna. Las adquisiciones del control, por su parte, son una manifestación mucho más evidente de la referida contradicción. En tal sentido, ha de advertirse que no existe especificación alguna en el art. 35 LME, lo que lleva a entender que debe ser tenido en cuenta el régimen general de impugnación. Compete en este punto dilucidar cuál ha de ser la ley especial y cuál la general para determinar la resolución de la antinomia, si la prohibición de asistencia financiera o el régimen de la fusión. El hecho de que nada se diga hace pensar que la voluntad del legislador pasa por no realizar distinciones entre tipos de fusión en relación con los vicios que les pudieran afectar. Si se entiende que cualquier vulneración de la legislación –incluso, por ejemplo, de las normas *antitrust*- debe claudicar en favor de la permanencia de la fusión, difícilmente puede sostenerse la posibilidad de invalidación de la modificación estructural que exceda, en el mejor de los casos, el plazo contenido en el apartado segundo del art. 47 LME.

Llegados a esta situación, no se habrían cumplido los objetivos del art. 35 LME, lo que, sin embargo, permitiría la utilización de la documentación para invocar el resto de remedios, a saber, no sólo la posible compensación alternativa de la propia norma reguladora de la impugnación, sino también,

⁸²¹ Véase sobre la cuestión, LÓPEZ MATEO, M. A., “Asistencia financiera...”, cit., pp. 884-885.

en su caso, la responsabilidad de los administradores⁸²² que se pudiera derivar, así como, en último término, las instituciones del Derecho Concursal.

Por lo que se refiere al resto de cuestiones comunes, resta por analizar la legitimación para el ejercicio de la acción de impugnación del acuerdo o de nulidad de la fusión. La legitimación activa correspondería a aquellos que tuviesen interés en la fusión, lo que ha sido previamente sugerido, y que serían, en esencia, los administradores, los socios, los acreedores y los trabajadores⁸²³. Por lo que respecta a los primeros, difícilmente cabe esperar que efectivamente ejerciten alguna de las acciones indicadas, especialmente si se piensa que son los autores de dos de los documentos relevantes a los efectos de la fusión apalancada. Sin embargo, puede imaginarse, en casos de órgano colegiado, que determinados integrantes del mismo que hubiesen votado en contra considerasen inviable la operación, pese a que la mayoría de aquél sí que lo entienda así. Pudiera incluso pensarse que hubiese intereses ocultos que pudieran dar lugar a una distorsión en términos organizativos derivada de ciertos acuerdos entre la sociedad adquirente y el órgano de la *target*. En cuanto al resto de interesados, parece lógico entender que podrán ser los afectados futuros por una operación que lleve a medio plazo a la insolvencia de la compañía resultante.

En el caso de los socios, se plantean dos cuestiones, como son la de su legitimación en relación con los diferentes tipos de acciones y la de las posibles modificaciones en la condición de socio entre el momento del acuerdo de fusión y el de la sentencia que resuelva sobre la acción. En relación

⁸²² Responsabilidad que, como habrá oportunidad de analizar, pudiera manifestarse en sede societaria, pero también en sede concursal, dando lugar, en su caso, a la responsabilidad por el déficit regulada en el art. 172 bis LC.

⁸²³ Véase sobre la cuestión ANDREU MARTÍ, M. M., *La nulidad de la fusión, cit.*, pp. 110-111.

con la primera de las dudas, si en la impugnación del acuerdo se debe seguir la regla del art. 206 TRLSC, parece lógico entender que todos los socios se encontrarán legitimados, puesto que el supuesto de la fusión apalancada en todo caso supondrá vulneración de norma legal o del orden público, como más adelante se expone, y, consiguientemente, nos encontraremos ante acuerdos nulos en todo caso. Por lo que se refiere a la acción de nulidad, la consideración del art. 47 LME de que tan sólo serán admitidas vulneraciones de la LME parece sugerir una respuesta en el mismo sentido. Por su parte, el artículo 206.1 TRLSC reconoce legitimación para impugnar exclusivamente a los socios que hubieran adquirido tal condición antes de la adopción del acuerdo, salvo en los supuestos de contravención del orden público. A la luz del precepto, la duda antes apuntada debe, en principio, resolverse en sentido contrario al ejercicio de la acción por quien carecía de la condición de socio en la fecha de adopción del acuerdo de fusión⁸²⁴. Sin embargo, cualquier socio podría impugnar el acuerdo con tal de que fundara su pretensión en la infracción del orden público (art. 206.2 TRLSC).

En cuanto a la legitimación pasiva, procede realizar una diferenciación entre los supuestos de impugnación del acuerdo de fusión y aquéllos de acción de nulidad de la fusión. Entendemos, como ha sostenido mayoritariamente la

⁸²⁴ Bajo la versión anterior a la reforma, la *ratio* del art. 206 TRLSC parecía sugerir una interpretación favorable a la legitimación cuando, para los acuerdos nulos, se reconocía a “*cualquier tercero que acredite interés legítimo*”. Asimismo, la cuestión de la legitimación activa se planteó en este punto, con carácter reciente, en la STS 376/2012, de 18 de junio, habiéndose entendido que el interés legítimo concurre en quien adquiere la condición de socio con posterioridad. La problemática viene recogida en los comentarios vertidos a la resolución judicial aludida, PÉREZ MORIONES, A., “Algunas consideraciones sobre el alcance de la legitimación activa para la impugnación de acuerdos sociales nulos: a propósito de la Sentencia del Tribunal Supremo, de 18 de junio de 2012”, *Diario La Ley*, núm. 8000, 2013, así como REDONDO TRIGO, F., “La legitimación activa del adquirente de participaciones sociales para la impugnación de acuerdos sociales en la Sentencia del Tribunal Supremo de 18 de junio de 2012”, *RCDI*, núm. 734, 2012, pp. 3639-3654.

doctrina⁸²⁵, que en el primero de los supuestos, será la sociedad que haya adoptado el acuerdo frente a la que se interponga la acción, esto es, en las fusiones apalancadas, generalmente la *target*, pero también la sociedad adquirente o incluso aquella *tercera* compañía. Por el contrario, si se trata de la acción de nulidad de la fusión, al haber tenido lugar ya la inscripción en el Registro Mercantil, las compañías participantes se habrán extinguido –con la excepción, en todo caso, de la sociedad absorbente–, lo que hará necesario dirigirse contra ella, por ser el único ente con personalidad jurídica remanente.

A) *El acuerdo de la Junta General*

Las impugnaciones del acuerdo adoptado en Junta General, que en las fusiones apalancadas, como se ha hecho alusión con carácter previo, tendrán lugar, mayoritariamente, en el seno de la *target*, deberán regirse por las normas societarias sobre impugnación de acuerdos⁸²⁶. El fundamento de la impugnación parece deber descansar en la vulneración de ley, lo que plantea diversas posibilidades de configuración. En primer lugar, se trata, como se ha visto, de una vulneración de la prohibición de asistencia financiera. Por otro lado, puede constituir una no adecuación a determinadas reglas establecidas en la LME y, particularmente, del art. 35. Finalmente, podría entenderse que, además, supone una suerte de contravención del orden público. Considerada la primera de las realidades, compete atender a las demás, determinando si éste es el caso efectivamente y cuáles serán las consecuencias.

⁸²⁵ Véase ANDREU MARTÍ, M. M., *La nulidad de la fusión*, cit., pp. 107-108.

⁸²⁶ Así lo ha entendido la doctrina al no existir indicación alguna y no haber referencia sobre el particular tampoco en el texto comunitario. En tal sentido, ANDREU MARTÍ, M. M., *La nulidad de la fusión*, cit., p. 64.

Por lo que respecta a las indicaciones de los numerales del art. 35 LME, conviene diferenciar entre diversas posibilidades concurrentes. En primer lugar, la falta de incorporación de las informaciones exigidas por el precepto en caso de darse el supuesto de hecho normativo supondría efectivamente la no adecuación de la fusión a la regla específica para las operaciones con endeudamiento, lo que sería razón suficiente para dar lugar a una impugnación⁸²⁷. Particularmente relevante resulta la falta de consideración del experto independiente sobre la razonabilidad de las indicaciones de los administradores, pareciendo evidente que se deba declarar la nulidad de la fusión en caso de que no conste en el informe la requerida mención, sin perjuicio de que, en su caso, pudiera exigirse la convalidación. Una interpretación en contrario supondría impedir que la fusión se sustanciase en el futuro incluso cuando no existiesen dudas sobre su viabilidad económico-financiera. Su imposibilidad supondría volver a iniciar el procedimiento para concluir con la modificación estructural, con los costes anejos que ello acarrearía.

Mayor dificultad puede suponer la propia valoración que el experto aporte en el informe, cuando de ésta se derive que la operación tiene visos de concluir con el concurso de la sociedad resultante⁸²⁸. Pudiera argüirse que el informe del experto independiente tan sólo tiene la función de dotar de la información contrastada oportuna para que la Junta General pueda formar su

⁸²⁷ Son de esta opinión MALGUZZI, A., “La disciplina del *leveraged buy-out*...”, cit., pp. 1055; GALLETTI, D., “*Leveraged buy out* ed interessi tutelati...”, cit., p. 445; SPOLIDORO, M. S., “Fusioni pericolose...”, cit., p. 270; CERRATO, S., “Le operazioni...”, cit., p. 598; ARDIZZONE, L., “Articolo 2501-bis...”, cit., p. 523.

⁸²⁸ En este supuesto, entiende CACCHI PESSANI, S., *La tutela dei creditori*, cit., pp. 196-197 que debería exigirse una suerte de intención fraudulenta o de conocimiento anterior por parte de los administradores de que la sociedad resultante no va a tener la liquidez suficiente como para hacer frente al repago de la deuda. A nuestro entender, sin embargo, esta postura no se puede sostener si partimos de un punto de vista objetivizador, esto es, que no tiene en cuenta la voluntad, sino que atiende puramente a la solvencia.

voluntad, deliberar correspondientemente y alcanzar una decisión⁸²⁹. A ello se opone, en primer lugar, el hecho de que una interpretación en dicho sentido daría lugar a un vaciamiento del contenido del precepto, particularmente en los casos en los que la sociedad adquirente tenga la posibilidad de tomar el acuerdo de fusión en la Junta General de la compañía objetivo sin necesidad de que concurra el voto de ningún otro socio. A ello se añade que el art. 35 LME, en su último inciso, advierte de que el precepto será igualmente aplicable en los casos de acuerdo unánime, de lo que se deriva que también debe requerirse cuando una de las sociedades intervinientes en la fusión participe a otra en su totalidad, puesto que en todo caso se producirá un acuerdo unánime. No parece lógico entender que existiendo esa puntualización en el precepto, éste no tenga virtualidad más allá de la mera información. En segundo lugar, como se apuntaba en el capítulo precedente, la diferente expresión utilizada para el contenido del informe de expertos general y, en particular, en lo referente a la justificación del canje de valores (“*opinión*”), y el contenido en el art. 35 LME (“*juicio*”) supone un reforzamiento de las implicaciones que tiene el informe del experto en la fusión apalancada⁸³⁰.

Finalmente, cabe analizar si otras consideraciones de la operación pudieran dar lugar a una impugnación. En este punto, se entra en el terreno de la subjetividad de las apreciaciones realizadas por los administradores en el informe. Como se indicaba en el capítulo anterior, el experto independiente

⁸²⁹ Tal es la postura de PICONE, L. G., “*The leveraged buy out...*”, cit., p. 1448, quien entiende que se trata de un informe cualificado, pero no vinculante.

⁸³⁰ Y ello sin ignorar que en la doctrina se ha mantenido que, en determinados casos, un canje de valores que no permitiese la continuidad de la situación de partida del socio podría ser fundamento de la impugnación. Véase en tal sentido, MARTÍ MOYA, V., *El procedimiento de fusión de las sociedades mercantiles*, cit., p. 285.

podrá indicar que una *business purpose* o planificación de corte empresarial no casa con la posible generación de flujos de caja necesarios para que el repago de la deuda pueda tener lugar. Sin embargo, la razón de una valoración desfavorable, con independencia de que se realicen otros apuntes en el propio informe, tendrá que ver con la posibilidad final de atender a las obligaciones pecuniarias en los sucesivos vencimientos. En consecuencia, una impugnación no podrá basarse en razones empresariales en modo alguno⁸³¹.

En cuanto a la posible contravención del orden público, resulta necesario dilucidar con carácter previo qué ha de entenderse como tal. A nuestro parecer, más allá de las oportunas reglas imperativas y de los principios configuradores de los diversos tipos sociales⁸³², el orden público integra principios integradores de la rama jurídico-privada del ordenamiento. Entre ellos, el que aquí puede tener relevancia es el de conservación de la empresa, que se puede apreciar en diversas normas de nuestro sistema legal. Así, preceptos como el art. 1056 CC para la sucesión *mortis causa* de empresa, el art. 5 CCom en relación con la continuidad de la actividad empresarial por el menor de edad o muchas otras existentes, fundamentalmente, en la legislación concursal⁸³³ –favorecedora, en general, del convenio frente a la liquidación–, configuran un elenco del que se puede inferir una cierta voluntad del

⁸³¹ Nos encontraríamos, en todo caso, en opinión de CERRATO, S., “Le operazioni...”, cit., p. 598 en un terreno impregnado de subjetivismo.

⁸³² Como han sostenido, entre otros, BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., “Los acuerdos impugnables en la Sociedad Anónima”, en AA. VV., *Estudios de derecho mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta Pont*, t. I, Valencia, Tirant Lo Blanch, pp. 373-396, particularmente, pp. 388-389, así como EMBID IRUJO, J. M., “Notas sobre la impugnación de acuerdos sociales en la Ley española de Sociedades Anónimas”, *NotUE*, núm. 121, 1995, pp. 49-60, en concreto, p. 53.

⁸³³ Ampliamente, ZABALETA DÍAZ, M., *El principio de conservación de la empresa en la Ley Concursal*, Cizur Menor, Aranzadi, 2006, quien desarrolla un análisis de los preceptos (arts. 44, 56, 148 y 149 LC) de la norma de los que se puede colegir el citado principio (pp. 219-268). Véase también el trabajo de FONT GALÁN, J. I. et al., “Viabilidad *antitrust* de las soluciones concursales de conservación de la empresa. Socialización concursal del Derecho de la Competencia”, *RDM*, núm. 252, 2004, pp. 463-532.

legislador de que la actividad empresarial no se vea limitada o interrumpida⁸³⁴. Ello, que en buena medida constituye, al tiempo, un límite⁸³⁵ y una defensa del derecho a la libertad de empresa⁸³⁶, resulta apreciable en el art. 35 LME, en la medida en que, entre otras cosas, se exige una indicación por parte de los administradores de un plan económico y financiero, que indique, tanto los recursos, como los objetivos a desarrollar por la sociedad resultante. Habida cuenta de que, además de la solvencia, se exige una cierta referencia a la fuente del líquido requerido, que se basa primordialmente en un proyecto empresarial, bien parece que en el precepto subyace una voluntad de continuación de la vida de las sociedades, que no se vea truncada por razón alguna⁸³⁷.

⁸³⁴ Véase al respecto, RUBIO GARCÍA-MINA, J., “El principio de conservación de la empresa y la disolución de sociedades mercantiles en Derecho español”, *RDP*, núm. 23, 1935, pp. 288-306, que incide en la idea de la continuación de la sociedad y de cómo determinadas normas integradas en el ordenamiento tienen ese objetivo. En relación con las implicaciones que tiene el Derecho *antitrust*, CANDELARIO MACÍAS, I., “Conservación de la empresa versus libre competencia”, *RGD*, núm. 655, 1999, pp. 3535-3552.

⁸³⁵ Ha entendido ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., “Actividad económica pública y actividad económica privada en la Constitución española”, *RDM*, núm. 169-170, 1983, pp. 309-344, que la Carta Magna establece unas amplias posibilidades de actuación para la delimitación de la política económica y de la legislación que a ella acompañe, que pueden abarcar desde postulados liberales hasta planteamientos de dirigismo económico, como sugiere el vocablo “*planificación*” del art. 38 CE (p. 317). Lo cierto es que la configuración del Derecho de Sociedades y, en particular, del art. 35 LME, parece responder a una suerte de economía social de mercado que incluye un cierto grado de paternalismo del que se extrae el aludido principio de conservación de la empresa.

⁸³⁶ Cabe hacer alusión, en términos generales, sobre el principio de la libertad de empresa, a CIDONCHA MARTÍN, A., *La libertad de empresa*, Cizur Menor, Aranzadi, 2006, quien advierte de que la cautela del característico segundo inciso del art. 38 CE tiene su razón de ser en una búsqueda de la productividad—eficiencia económica en la explotación empresarial, si se quiere— (p. 271), que, a nuestro entender, subyacería en el art. 35 LME.

⁸³⁷ Se aprecia hasta cierto punto la perspectiva de los relativistas en la consideración de la libertad de empresa, dado que el legislador no es ajeno a una posible reducción de la actividad empresarial, que pudiera entenderse como la vertiente negativa del derecho contenido en el art. 38 CE, sino que busca evitar la destrucción del tejido productivo. Véase sobre la cuestión, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./ ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Ensayo sobre la libertad de empresa”, en CABANILLAS SÁNCHEZ, A. (Coord.), *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Luis Díez-Picazo*, Madrid, Civitas, 2003, pp. 5971-6040. Para la postura absolutista,

Siendo esto así, la impugnación del acuerdo de la sociedad sobre la fusión podrá encontrar su fundamento legal, en su caso, en la vulneración del orden público por contravención del principio de conservación de la empresa. Con todo, la alusión no aporta mayores posibilidades, dado que la impugnación del acuerdo contrario a dicho principio, en todo caso será nulo por no ser viable la operación y, consecuentemente, advertir el experto en su informe que las indicaciones de los administradores no resultan razonables. A mayor abundamiento, este orden público, cuya contravención da lugar a la imprescriptibilidad de la acción de impugnación de los acuerdos sociales nulos (art. 205 TRLSC), no debe ser confundido con el que, de conformidad con el art. 56 TRLSC, debe respetar el objeto social de la sociedad de nueva creación, so pena de nulidad⁸³⁸, que también se integra como supuesto del art. 47 LME en su apartado cuarto. El orden público derivado del objeto social de la sociedad de nueva creación opera incluso con posterioridad a la inscripción de la fusión en el Registro Mercantil, mientras que no ocurriría lo mismo con el que se puede apreciar en el contenido o en la causa de un acuerdo social, en atención al tenor literal del art. 35 LME.

Vistas las posibilidades impugnatorias en caso de haberse sustanciado el acuerdo de fusión, cabe plantear las implicaciones que puede tener la

ARAGÓN REYES, M., “Constitución económica y libertad de empresa”, en IGLESIAS PRADA, J. L. (Coord.), *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, Madrid, Civitas, 1996, pp. 163-180.

⁸³⁸ Ampliamente, BOQUERA MATARREDONA, J., *La nulidad de las sociedades anónimas*, Madrid, La Ley, 1992, pp. 57-58, así como EIZAGUIRRE BERMEJO, J. M., “La sociedad nula”, en ALONSO UREBA, A./ CHICO ORTIZ, J. M./ LUCAS FERNÁNDEZ, F., *La reforma del derecho español de sociedades de capital (reforma y adaptación de la legislación mercantil a la normativa comunitaria en materia de sociedades)*, Madrid, Colegio Nacional de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, 1987, pp. 281-362. En relación con la sociedad de responsabilidad limitada, LARGO GIL, R., “La nulidad de la sociedad de responsabilidad limitada”, en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F. et al. (Coords.), *Derecho de Sociedades de Responsabilidad Limitada. Estudio sistemático de la Ley 2/1995*, t. 1, Madrid, McGraw-Hill, 1996, pp. 259-301.

admisión a trámite de la demanda interpuesta contra el acuerdo. Ha entendido la doctrina que la decisión judicial tendente a la implementación de medidas cautelares como la suspensión de la modificación estructural debe atender a la casuística⁸³⁹ de la operación para dotar de contenido a las reglas procesales del *fumus boni iuris* y del *periculum in mora*. Comenzando por el segundo, cabe entender que lo que se pretende es evitar una situación en la que terceros contraten con la compañía resultante y, más tarde, una vez producida la inscripción en el Registro Mercantil, se declare la nulidad de la modificación estructural, debiéndose hacer cargo de las obligaciones las sociedades participantes, tal y como expone el inciso segundo del apartado tercero del art. 47 LME. En el caso de la fusión apalancada, su falta de viabilidad económica puede tener consecuencias nefastas. En contra, sin embargo, puede argumentarse que la sociedad no podrá actuar en el tráfico como sociedad resultante durante un período de interinidad, lo que podría reducir sus posibilidades de actividad económica. En el mismo sentido, el hecho de que se permita la inscripción de la fusión en el Registro Mercantil no reduce las posibilidades impugnatorias, dado que, como se ha visto, se basarán, en esencia, en una vulneración del art. 35 LME, tenga ésta lugar de manera directa o indirecta.

Por lo que se refiere al *fumus boni iuris*, da la impresión de que el elemento que en mayor medida puede determinar que el supuesto de hecho responde a un caso en el que procede la impugnación del acuerdo es una valoración desfavorable por parte de los expertos en su informe. En realidad, en buena medida puede apreciarse que el informe de expertos independientes también puede servir de auxilio en la determinación de la concurrencia de

⁸³⁹ En todo caso, dice MARTÍNEZ SANZ, F., “La nulidad de la fusión...”, cit., p. 76, que será conveniente la impugnación a los efectos de la solicitud de la suspensión del acuerdo.

periculum in mora, puesto que incide directamente en las posibilidades de supervivencia de la compañía. A nuestro entender, en consecuencia, la valoración judicial relativa a la suspensión cautelar del acuerdo de fusión deberá atender, primordialmente, a la indicación sobre la razonabilidad en el informe del experto independiente.

Resta por analizar, finalmente, el supuesto de impugnación en sentido contrario, esto es, la situación en la que, pese a la existencia de un proyecto y un informe de los administradores avalado sin reservas por el experto independiente, la Junta General de alguna de las sociedades decidiese votar en contra mayoritariamente, de manera que el resultado fuese negativo. Podría argüirse, por un lado, y en el supuesto, fundamentalmente, de la *target*, que una decisión de tales características sería contraria al interés social, lo que, en su caso, permitiría una impugnación del acuerdo de conformidad con el art. 204.1 TRLSC. Sin embargo, dicho planteamiento no puede ser aceptado, en la medida en que el propio precepto citado exige un beneficio paralelo de uno de los socios, lo que difícilmente se produciría con ocasión de un acuerdo negativo. Cabe pensar, en todo caso, si se daría alguna diferencia en el supuesto de que el acuerdo negativo lo fuese en la sociedad *tercera* y no en la adquirente ni en la *target*. No parece que pueda tener lugar una fusión entre la adquirente y la sociedad objetivo, puesto que en la documentación de la modificación estructural podría haberse asumido cierta implicación de la *tercera* sociedad en la generación de los oportunos flujos de caja que garantizaran el repago de la deuda. Además, del tenor del apartado tercero del art. 30 LME parece derivarse lo contrario, habida cuenta de que éste preceptúa que el proyecto quedará sin efecto si no hubiese sido aprobado en el plazo de seis meses. Consecuentemente, la hipótesis ha de ser rechazada, siendo necesario, en tal caso, una repetición del procedimiento.

B) *La escritura pública notarial*

El art. 45 LME exige la elevación a público del acuerdo de fusión mediante escritura pública notarial. Este estadio no constituye especialidad alguna a los efectos de la regla sobre impugnación del art. 47 LME, dado que, en todo caso, nos encontramos en un momento anterior a la inscripción en el Registro Mercantil. Con todo, puede traerse a colación la postura doctrinal sostenida por alguna voz, a la que nos adherimos, según la cual, la fase de control notarial tiene una relevancia particular⁸⁴⁰. Se ha entendido que los defectos que pudiera tener la fusión tanto en la elevación a público mediante escritura notarial, como en el momento de la inscripción en el Registro Mercantil serían elementos que podrían ser aducidos en el momento de ejercitar la acción de nulidad de la fusión⁸⁴¹. El anclaje se encontraría en la propia indicación de los correspondientes preceptos de la LME en la que se hace alusión a la intervención de ambos sujetos –notarios y registradores-, a saber, los arts. 45 y 46 LME, puesto que, al fin y al cabo, son preceptos de la norma referida en el primer inciso del apartado primero del art. 47 LME. La duda tiene que ver, con todo, con lo que se debe entender como control por

⁸⁴⁰ MARTÍ MOYA, V., *El procedimiento de fusión de las sociedades mercantiles*, cit., pp. 283-284, quien entiende que negar la posibilidad de control en la actividad notarial significaría tanto como no considerar los elementos que pudieran acarrear la nulidad de la sociedad en el momento de constitución de una compañía.

⁸⁴¹ En relación con las indicaciones originarias de la Directiva, véase SEQUEIRA MARTÍN, A., “El control de legalidad y la publicidad en la fusión según la Tercera Directriz (78/855/CEE) concerniente a la fusión interna de las sociedades por acciones. Dificultades que puede plantear una futura adecuación de nuestra legislación”, *RCDI*, núm. 60, 1984, pp. 83-127, en particular, pp. 117 y ss.

parte del registrador y del notario⁸⁴² y, en concreto, si dicha actuación debe ser meramente formal o si, por el contrario, exige una mayor consideración, cuestión que, si resulta relevante en el régimen general de las fusiones, adquiere especial importancia en el caso de las definidas en el art. 35 LME.

Así, frente a posiciones doctrinales que han optado por una negación absoluta de cualquier posibilidad de análisis⁸⁴³ por parte del notario en el momento de elevación a público de la fusión a través de la correspondiente escritura pública y las que lo han aceptado⁸⁴⁴ sin mayores implicaciones, parece necesario realizar, con carácter previo, una distinción entre las dos informaciones que en el art. 35 LME se exigen al experto independiente para su inclusión en el informe⁸⁴⁵. En concreto, y dando por hecho que la falta de constancia de alguna de las informaciones entra en el indicado análisis formal y, consecuentemente, impedirá la elevación a público, cabe diferenciar entre la información relativa a la razonabilidad de las indicaciones de los administradores y a la existencia de asistencia financiera.

⁸⁴² Con todo, como es sabido, el control preventivo tan sólo podrá suponer la no efectividad de la actividad prototípica del notario y el registrador, esto es, la elevación a público y la inscripción en el Registro Mercantil respectivamente. No constituirá una declaración de nulidad, puesto que esa tarea está reservada al órgano judicial. Véase sobre el particular, DUQUE DOMÍNGUEZ, J., “La fusión en el Proyecto de reforma...”, cit., pp. 772-773.

⁸⁴³ Así, PICONE, L. G., “*Il leveraged buy out...*”, cit., pp. 1449-1450, quien trae a colación como elemento de comparación el apartado segundo del art. 2375 Cc, según el cual, el notario que recoja lo acontecido en una Junta General no deberá realizar valoraciones, sino limitarse a levantar acta de lo que se hubiese indicado en la deliberación asamblearia. En términos similares, ARDIZZONE, L., “Articolo 2501-bis...”, cit., p. 523-524, quien otorga el mismo régimen al registrador. Entre nosotros, MINGOT AZNAR, M., “Contenido y alcance del informe del experto independiente...”, cit., pp. 229-230, para quien la función del notario se restringe a la mera indicación de si la totalidad de los trámites del procedimiento se han cumplido.

⁸⁴⁴ La distinción que realiza CERRATO, S., “*Le operazioni...*”, cit., pp. 597-598 tiene que ver con las figuras intervinientes. De este modo, se entiende que mientras que el Registrador Mercantil lleva a cabo un análisis meramente formal, el notario debe entrar a realizar una valoración de corte material.

⁸⁴⁵ Planteamiento patrocinado por ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera...”, cit., pp. 153-155.

Por lo que se refiere a la primera de ellas, a nuestro entender procede plantearse diversos supuestos. Si la valoración realizada por el experto sobre la viabilidad económico-financiera hubiese sido positiva y la Junta General hubiese adoptado el acuerdo con la correspondiente mayoría, el notario deberá elevar a público la fusión sin matiz alguno. Por su parte, si el experto hubiese indicado que la viabilidad de la operación que culmina con modificación estructural tan sólo tendría virtualidad dado un determinado escenario económico futuro, parece que, si lo mismo hubiese sido advertido por parte de los administradores, y la Junta General no hubiese votado en contra, el notario no podrá negarse a la elevación a público, puesto que no se aprecia una falta de *razonabilidad* en la documentación a la que aluden los numerales primero y segundo del art. 35 LME. Finalmente, en el caso de que el experto hubiese manifestado la referida falta de razonabilidad y consiguiente inviabilidad económico-financiera –en todo caso- de la operación, parece que, con independencia del sentido positivo de la votación por parte de los socios, el notario no deberá llevar a cabo la elevación a público. La razón de ser de esta postura descansa en el propio fin de la norma. Si lo que se pretende es realizar una suerte de control *ex ante* de este tipo de fusiones y el legislador ha establecido cautelas tan reseñables como la exigencia a un tercero –experto- de valoración sobre las consideraciones vertidas por los administradores, no parece que el notario deba adoptar una actitud restrictiva de su labor. Además, es una realidad que en la mayoría de los supuestos en los que la fusión apalancada tenga lugar como consecuencia de una previa compraventa de acciones o participaciones, que, en multitud de ocasiones, permitirá a la sociedad adquirente, en tanto socio mayoritario de la *target*, tomar las decisiones oportunas sin la anuencia del resto de socios. Siendo esto así, parece que una interpretación en el sentido contrario del

propuesto supondría tanto como entender que se otorgaría una mayor información, bien a sujetos económicos que no la necesitaran, bien a otros a los que no les fuera de ninguna ayuda por no tener implicación alguna su decisión.

En cuanto a la segunda de las indicaciones requeridas al experto en su informe, la delimitación de la existencia de asistencia financiera debe recibir una valoración diversa. En este caso, se ha entendido que la consideración por parte del autor del documento debía ser de corte económico, en el sentido de delimitar si, en todo caso, y sin perjuicio de la enervación producida por aplicación del art. 35 LME, con ocasión de la fusión apalancada se producía asistencia financiera en general. El objeto, en este caso, era esencialmente informativo, y debía servir a aquellos decisores –socios- más aversos al riesgo, pero en modo alguno prejuzgaba la viabilidad económica de la operación. Como se ha dicho, salvo en supuestos particulares en los que la fusión constituyese parte del proyecto empresarial que se pretendiese llevar a cabo con ocasión de la operación apalancada, en la mayoría de los casos la fusión tendría el efecto de garantía genérica aludido, lo que exigirá la indicación de existencia de asistencia financiera por parte del experto. Si el notario debiese negar la elevación a público de la fusión en estos casos, el resultado sería la imposibilidad de obtención de la escritura en la práctica totalidad de los supuestos por las aludidas razones. Dado que la función de los dos contenidos del documento de los expertos es divergente, ya que mientras que el primero es el que contiene el efecto de enervación, el segundo, por el contrario, meramente informa, las implicaciones deben ser, similarmente, diversas. En este sentido, entendemos que la indicación de existencia de asistencia financiera en el informe de expertos no deberá

suponer escollo alguno para la elevación a público de la consabida modificación estructural⁸⁴⁶.

Cabe finalmente analizar las consecuencias que puede tener el hecho de que, habiendo advertido el experto independiente de la falta absoluta de razonabilidad, el notario, en vista de la adopción del acuerdo por la mayoría requerida, hubiese elevado a público el acuerdo de fusión. A nuestro entender, la tutela debe venir a través de la impugnación. Dado que no se ha producido todavía la inscripción en el Registro Mercantil, con independencia de que la fusión hubiese sido elevada a público, parece que el régimen debe ser el mismo que el de la impugnación de acuerdos, habida cuenta de que el momento temporal determinante para el art. 47 LME es la propia inscripción. Así las cosas, bien por vulneración del art. 35 LME en el sentido de la irrazonabilidad de las indicaciones de los administradores, bien por falta de control por parte del notario, bien, incluso, por contravención del principio de conservación de la empresa, el acuerdo continuaría siendo impugnabile.

C) *La inscripción en el Registro Mercantil*

El tercer estadio en el procedimiento de fusión y, en concreto, el que da lugar a la producción de los correspondientes efectos frente a terceros, lo constituye la inscripción de la escritura notarial en el Registro Mercantil, tal y como prevé el art. 46 LME, el cual añade que tal situación dará lugar a la cancelación de los asientos registrales. La inscripción supone la finalización de la situación interina generada tras la adopción de los acuerdos de fusión de todas las sociedades participantes, dando lugar a una configuración definitiva.

⁸⁴⁶ Seguimos sólo respecto de este segundo elemento del informe de expertos la postura de ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera...”, cit., pp. 154-155.

A los efectos de posibles impugnaciones, el art. 47 LME, como se ha dicho, pone límites que pretenden garantizar la seguridad del tráfico futuro que afecte a la compañía resultante. De esta manera, se imposibilita el ejercicio de la acción de nulidad por razón diversa de la vulneración de preceptos de la LME, impidiendo, a su vez, cualquier tipo de impugnación o nulidad una vez transcurrido el plazo de caducidad de tres meses. Para los supuestos de fusiones apalancadas, conviene distinguir entre la actuación que se espera del Registrador Mercantil y las posibilidades de ejercitar la acción de nulidad una vez haya tenido lugar la inscripción.

Por lo que se refiere a la primera de las cuestiones, varios han sido los puntos de vista desarrollados en la doctrina. Las posiciones más restrictivas⁸⁴⁷ entienden que el Registrador Mercantil tan sólo debe realizar un control formal, lo cual, si resulta comprensible desde un punto de vista funcional en el ordenamiento español, no se alcanza a entender en el caso de la legislación foránea, puesto que las posibilidades impugnatorias tras la inscripción, en el caso italiano, son inexistentes, como ya se puso de manifiesto (art. 2504 quater *Cc*) y ello tiene que ver con esa voluntad de continuación de la fusión⁸⁴⁸. Entre los que parten de una postura más expansiva de la labor del Registrador, algunas voces consideran incluso que la indicación por parte del experto independiente de existencia de asistencia financiera debería dar lugar a la no inscripción⁸⁴⁹. En nuestra opinión, la solución que debe darse tiene

⁸⁴⁷ Véase CERRATO, S., “Le operazioni...”, cit., pp. 597-598; SÁNCHEZ-CALERO, J./ FERNÁNDEZ TORRES, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso...”, cit., p. 126.

⁸⁴⁸ Véase en tal sentido las consideraciones de SPOLIDORO, M. S., “Fusioni pericolose...”, cit., pp. 271-272.

⁸⁴⁹ GRIMA FERRADA, J., “La compraventa apalancada de sociedades...”, cit., p. 362 y 364 alude a la posición de SÁNCHEZ RUZ, según el cual, en caso de advertencia de existencia de asistencia financiera por parte del experto independiente, procederá la no inscripción de la fusión en el Registro Mercantil. A nuestro entender, ello probablemente trae causa de una

que partir de la misma premisa que la elevación a público por parte del notario, en la medida en que es necesario realizar un análisis del contenido⁸⁵⁰. De esta manera, en el hipotético caso de que el notario no hubiese advertido de cierta ausencia de las informaciones requeridas, bien en la documentación que debe ser elaborada por los administradores, bien en el propio informe del experto independiente, la inscripción no podrá tener lugar. En el mismo sentido, si, según este último, no son razonables las consideraciones realizadas por aquéllos, tampoco procederá la incorporación de la escritura al Registro Mercantil. Finalmente, si no hubiese dudas de razonabilidad o la indicación se refiriese a la existencia de asistencia financiera, la inscripción no deberá encontrar impedimento alguno.

En cuanto a las posibilidades impugnatorias una vez se hubiese producido la inscripción en el Registro Mercantil, cabe plantear, en primer lugar, la posibilidad de que se tratara, originariamente, de una impugnación de un acuerdo, esto es, de una acción en relación con la ineficacia de la fusión ejercitada con anterioridad a la inscripción en el Registro Mercantil. En este caso, si no se aplicaron las medidas cautelares antes consideradas, no parece lógico entender que proceda analizar la posible patología que afecte a la modificación estructural desde el punto de vista de una mera impugnación de acuerdo. Más bien procede examinar la acción judicial en los términos indicados para los supuestos de pretensiones de nulidad que tengan lugar con posterioridad a la inscripción en el sentido del art. 47 LME, siendo tan sólo la contravención de la indicada norma legal base suficiente para la misma. En

comprensión del precepto en sentido divergente del que nosotros hemos sostenido, puesto que de lo contrario, la inscripción no podría tener lugar en la mayoría de los casos.

⁸⁵⁰ Como indicaba MARTÍNEZ SANZ, F., “La nulidad de la fusión...”, cit., pp. 67-68, la falta de control preventivo se configuraba como elemento de nulidad, lo que garantizaba mayor seguridad jurídica.

este sentido, se produce una suerte de conversión de la acción ejercitada, pasando de ser una mera impugnación de acuerdo a convertirse en una acción de nulidad de la fusión⁸⁵¹.

Considerando la propia acción de nulidad una vez se haya producido la inscripción, como se ha dicho, la diferencia, a los efectos del régimen de la fusión apalancada, entre las posibilidades existentes en el momento anterior a la inscripción y las concurrentes en el estadio temporal posterior resultan prácticamente idénticas. En todo caso, una vulneración clara del art. 35 LME, consistente, por ejemplo, en una omisión de determinadas informaciones, parece elemento suficiente para que proceda la nulidad⁸⁵². Para la determinación de lo que constituye una contravención del indicado precepto, más allá de los supuestos más evidentes, parece oportuno tomar las mismas directrices tenidas en cuenta para el control tanto notarial, como registral⁸⁵³. Los supuestos evidentemente irrazonables⁸⁵⁴ y, consecuentemente, probablemente dolosos, supondrán la nulidad de la modificación estructural⁸⁵⁵, mientras que aquéllos que, en todo caso, dependan de unos

⁸⁵¹ Véase sobre el particular, en comparación con supuestos jurisprudenciales italianos en los que se convierte la acción en una de mero resarcimiento de daños y perjuicios, MARTÍ MOYA, V., *El procedimiento de fusión de las sociedades mercantiles*, cit., p. 278, todo ello en aras de la seguridad del tráfico.

⁸⁵² La vulneración del art. 35 LME como causa de nulidad de la fusión ha sido aceptada por la doctrina. Quepa citar, entre otros autores, LÓPEZ MATEO, M. A., “Asistencia financiera...”, cit., p. 886; YUSTE DE AYALA, G., “El impacto de la Ley 3/2009...”, cit., p. 46.

⁸⁵³ ARDIZZONE, L., “Artículo 2501-bis...”, cit., p. 525, pese a considerar que notario y registrador deben llevar a cabo tan sólo un análisis formal, entiende que el órgano judicial sí que puede realizar una valoración de corte material, para la que no sólo tendría en cuenta el informe del experto independiente, sino que podría servirse de los oportunos peritos.

⁸⁵⁴ Entendiendo que dicha irrazonabilidad pudiera incluso derivarse de una inadecuada valoración patrimonial, que, en todo caso, deberá haber sido declarada por parte del auditor. Al respecto, ANDREU MARTÍ, M. M., *La nulidad de la fusión*, cit., pp. 90-91.

⁸⁵⁵ En contra, LÓPEZ MATEO, M. A., “Asistencia financiera...”, cit., p. 873, quien entiende que la valoración material que pueda hacer el órgano judicial no tendrá, sin embargo, efectos para la fusión en sí misma, sino que tan sólo tendrá como consecuencias la posible responsabilidad de los administradores.

determinados escenarios, adecuadamente tenidos en cuenta junto a sus respectivas probabilidades, no podrán tener una consecuencia de tales características. En buena medida, se trata de decisiones de política empresarial difícilmente fiscalizables por los tribunales⁸⁵⁶.

No parece que proceda la misma respuesta, en todo caso, cuando la impugnación del acuerdo se hubiese fundamentado en la contravención del orden público por vulneración del principio de conservación de la empresa⁸⁵⁷. Se tratará, en dichos casos, de una vulneración externa a la propia LME que, en todo caso, podría reconducirse a otra basada en la incompatibilidad con la indicada norma legal por estar inspirado el propio art. 35 LME en el mencionado principio. Sin embargo, una conversión en tal sentido sólo parece posible si la demanda de impugnación se ha interpuesto con anterioridad a la inscripción, dado que, en caso contrario, la acción de nulidad deberá incorporar la necesaria referencia al precepto de la legislación de modificaciones estructurales. Cuestión similar es la que puede advertirse en supuestos en los que se pretenda la nulidad por contravención de la prohibición de asistencia financiera. Dado que dicha interdicción queda extramuros de la LME, la argumentación deberá establecerse con indicación

⁸⁵⁶ YUSTE DE AYALA, G., “El impacto de la Ley 3/2009...”, cit., p. 47 hace alusión a la imposibilidad de valorar adecuadamente si la decisión empresarial fue tomada con adecuación teniendo en cuenta que el plazo de caducidad del art. 47 LME es de tres meses.

⁸⁵⁷ Ha entendido ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera...”, cit., p. 155, que la fusión podría ser impugnada teniendo como fundamento el antiguo art. 115 TRLSA (hoy art. 204 TRLSC), pero considera que dicha posibilidad se basaría en la vulneración de los intereses sociales que se produciría si se pusiera “*en peligro la subsistencia de la propia sociedad*”. En nuestra opinión, la contravención lo es con el orden público, no con el interés de la sociedad, puesto que, en todo caso, esto dotaría de mayores garantías a los legitimados activos. Pero además, dicha posibilidad impugnatoria tan sólo operaría respecto a fusiones que todavía no hubiesen sido inscritas en el Registro Mercantil por las razones ya sabidas y que fundamentalmente se derivan del tenor literal del art. 47 LME.

de existencia de vulneración del art. 35 LME, siendo la mera alusión a la contravención de los arts. 150 o 143.2 TRLSC tan sólo posible en los supuestos de conversión, en los que la originaria impugnación basada en la quiebra de la prohibición fuera reconducida a una acción de nulidad por incumplimiento de la disciplina contenida en el precepto regulador de las fusiones apalancadas.

Un sector doctrinal ha entendido que, en todo caso, la nulidad de la fusión apalancada debería encontrar su fundamento en una vulneración del derecho de información⁸⁵⁸. El planteamiento, que consideraría vulnerado el art. 39 LME, no resulta desacertado, en la medida en que la falta de cierto contenido de las exigencias añadidas establecidas en los numerales del art. 35 LME constituye, desde el punto de vista que hemos venido exponiendo, razón suficiente para declarar la nulidad de la fusión. En este sentido, la contravención burda de la normativa relativa a las fusiones apalancadas⁸⁵⁹ podría perfectamente ser tutelada a través de la acción de nulidad mediante la invocación del aludido precepto. Sin embargo, la posibilidad esgrimida resulta reduccionista, puesto que supone tanto como aceptar que no procede una acción de nulidad en el caso de las fusiones apalancadas que tenga como base un informe del experto independiente en el que se advierta de la falta de razonabilidad de lo indicado por los administradores.

Sí que puede tener relevancia a los efectos que nos ocupan, por el contrario, la posible vulneración del derecho de oposición de los acreedores. Si éstos ejercitaron su derecho en los términos del art. 44 LME y, sin embargo, no se hubiese establecido la correspondiente garantía del repago del crédito

⁸⁵⁸ Opinión sostenida por MARTÍ MOYA, V., “El *Merger Leveraged Buy-Out* o fusión apalancada...”, cit., pp. 631-633.

⁸⁵⁹ Véase MARTÍ MOYA, V., *El procedimiento de fusión de las sociedades mercantiles*, cit., p. 287.

al que tuvieran derecho, la nulidad no quedará abierta para los *viejos* acreedores⁸⁶⁰. No obstante, el apartado cuarto del art. 44 LME permite la indicación, en caso de oposición, de la misma como nota marginal en el Registro Mercantil, lo que permitirá el ejercicio de la correspondiente acción indemnizatoria, quedando vedada, en todo caso, la posibilidad impugnatoria.

Por lo que respecta al ordenamiento italiano, se ha advertido que la fusión no puede ser impugnada, de conformidad con el art. 2504 quater *Cc*, con posterioridad a la inscripción en el Registro Mercantil, lo que implica que el resarcimiento tendrá lugar meramente a través de la correspondiente indemnización⁸⁶¹, con las implicaciones que ello pueda tener, en particular, en relación con la posible falta de liquidez generada en la sociedad, que acelere, en su caso, la situación de insolvencia futura que, en su caso, hubiese advertido el experto independiente. Los autores italianos se han servido de la doctrina de la *inexistencia de la fusión*⁸⁶² para evitar la continuación de la vida de la sociedad resultante como tal en caso de que concurriesen determinados vicios, los cuales, sin embargo, no se aprecian en los supuestos de fusión apalancada. En consecuencia, la posible tutela de aquéllos que desearan impugnar deberá restringirse a la vía resarcitoria, a lo que cabe añadir que, en caso de que la modificación estructural se hubiese impugnado con anterioridad a la inscripción, pero la sentencia resolviese con posterioridad a

⁸⁶⁰ ID, *El procedimiento de fusión de las sociedades mercantiles*, cit., pp. 291-292.

⁸⁶¹ Expone la configuración de la opción legislativa por una tutela de los socios minoritarios que opere por la vía puramente resarcitoria y no “*real*”, ANGELICI, C., “La nullità...”, cit., pp. 272-273.

⁸⁶² Ha considerado este planteamiento de manera pormenorizada SCOGNAMIGLIO, G., “Sulla inesistenza giuridica del negozio di fusione”, *Riv. Dir. Comm.*, núms. 1-2, 1992, 1027-1051, quien entiende que no existirá la fusión si no se hubiese llevado a cabo la correspondiente deliberación en la Junta General (pp. 1046-1047). Cabría plantearse si ello sería trasladable a la fusión apalancada en el caso de decisión unívoca por parte del socio mayoritario –sociedad adquirente– sin deliberación alguna o con ignorancia absoluta de una posible valoración negativa por parte del experto independiente en su informe.

la misma, se producirá la conversión de la acción, en el sentido aludido y, consecuentemente, se declarará, en su caso, la correspondiente indemnización de daños y perjuicios.

2. Responsabilidad de los administradores

La fusión apalancada puede tener consecuencias diversas de las consideradas hasta el momento y que tienen que ver, en esencia, con la posibilidad de exigir determinadas responsabilidades a los administradores por la documentación cuya redacción corriera de su cuenta. La que pudiera derivarse de una incorrecta elaboración del informe del experto independiente, como se ha dicho en el capítulo precedente, en todo caso se producirá como consecuencia de una vulneración de la *lex artis*. Por lo que se refiere a la que aquí nos ocupa, cabe hacer alusión, en primer lugar, a su compatibilidad con el remedio de la ineficacia de las correspondientes modificaciones estructurales. La responsabilidad de los administradores, en Derecho de Sociedades, tiene un fundamento resarcitorio, por lo que, si mediante la impugnación se impide que llegue a producirse la afectación, bien del derecho de crédito, bien de alguno de los intereses económicos del socio minoritario, y, finalmente, se genere el daño, parece lógico entender que no deba ser estimada la acción de responsabilidad que pudiera haber sido interpuesta. Nada parece ser óbice, sin embargo, a una interposición de ambas acciones de manera conjunta, estableciéndolas como pretensiones alternativas o subsidiarias, de manera que en caso de ser desestimada la impugnación, y aparte las posibilidades indemnizatorias que pudieran concurrir en caso de que hubiese transcurrido el plazo de tres meses del art. 47 LME, pueda ser considerada la acción de responsabilidad. No debe desconocerse que este remedio resulta mucho más apropiado, puesto que

puede ejercitarse a partir del momento en el que los administradores cesen en el ejercicio de su cargo y, en cualquier caso, tras la no interposición de la acción por parte de los que estuvieran legitimados –sociedad y socios minoritarios- con carácter preferente a los acreedores⁸⁶³. Existe una divergencia importante, en consecuencia, con el instante en que la fusión fuese oponible a quien invoca la nulidad de la misma. Por lo demás, el plazo⁸⁶⁴ también resulta más extenso que el exiguo período de tres meses del art. 47 LME, ampliándose a los cuatro años del art. 949 CCom.

Cabe aludir, en primer término, a la diferenciación existente entre la acción social de responsabilidad y la acción individual⁸⁶⁵, reguladas, como es sabido, de manera separada, en los arts. 238-240 y 241 TRLSC, respectivamente, a los efectos de las posibles especialidades que puedan encontrar en relación con el régimen de las fusiones apalancadas. En especial, cabe tener en cuenta que el daño que dé lugar a una acción social de responsabilidad deberá haber afectado de manera primordial a la sociedad y sólo como consecuencia del mismo, haber dado lugar a un quebranto patrimonial en quienes ejerciten la acción. En la acción individual, por el

⁸⁶³ Véase SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, 2ª Ed., Madrid, Civitas, 2007, pp. 400-401; DÍAZ ECHEGARAY, J. L., *Deberes y Responsabilidad de los Administradores de las Sociedades de Capital*, 2ª Ed., Cizur Menor, Aranzadi, 2006, p. 323.

⁸⁶⁴ Siendo el *dies a quo*, como indica el propio precepto, el momento de cese en el cargo de los administradores, salvo, como indica SUÁREZ-LLANOS GÓMEZ, L., “Responsabilidad de los administradores de Sociedad Anónima (Disciplina de la acción social)”, *ADC*, vol. 15, núm. 4, 1962, pp. 921-998, en concreto, p. 930, cuando se trate de un daño ocasionado con posterioridad al indicado cese, supuesto que, aunque extraño, también es posible que se produzca en un contexto de fusión apalancada.

⁸⁶⁵ Véase ampliamente, sobre la acción individual de responsabilidad, SALDAÑA VILLOLDO, B., *La acción individual de responsabilidad: su significación en el sistema de responsabilidad de administradores sociales (estudio jurisprudencial)*, Valencia, Tirant Lo Blanch, 2009.

contrario, el daño se produce directamente⁸⁶⁶, lo que, en el caso de la operación que nos ocupa, no acontecerá habitualmente, por lo que parece difícil pensar en un supuesto en el que ésta sea de aplicación⁸⁶⁷. Si la fusión apalancada es inviable desde un punto de vista económico-financiero, lo que ocurrirá será que la sociedad resultante se verá abocada a una situación concursal, pero ello no supondrá que se genere un daño económico directo, bien al acreedor⁸⁶⁸, bien al socio minoritario, sino tan sólo como consecuencia de la afectación de la totalidad de la compañía.

Si tan sólo parece posible el ejercicio de la acción social de responsabilidad por las razones aducidas, la legitimación se encontrará, en primer lugar, en la propia sociedad que se haya visto afectada –sociedad resultante-, que, de conformidad con el art. 238 TRLSC, deberá acordar el ejercicio de la acción mediante acuerdo de la Junta General. Sin embargo, en los casos de fusión apalancada iniciada mediante *share deal*, la sociedad adquirente tendrá el control de la *target*, lo que impedirá cualquier actuación en contra de los administradores, presumiendo la connivencia de éstos con la adquirente en supuestos en los que proceda la responsabilidad. Ello explicará la falta de ejercicio de la acción por parte de la sociedad (art. 238 TRLSC), activándose así la legitimación subsidiaria de los socios minoritarios, siempre que ostenten, al menos, el 5% del capital social, cumpliendo, claro está, los

⁸⁶⁶ Delimita la cuestión ALONSO UREBA, A., “Presupuestos de la responsabilidad social de los administradores de una sociedad anónima”, *RDM*, núm. 198, 1990, pp. 639-727, concretamente, en la p. 658, entendiendo que en la mayoría de ocasiones, cuando se trata de una acción individual, la responsabilidad es de tipo extracontractual.

⁸⁶⁷ Véase ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “La llamada acción individual de responsabilidad contra los administradores sociales”, *RdS*, núm. 18, 2002, pp. 45-76, particularmente a partir de la p. 64.

⁸⁶⁸ Pudiera exceptuarse tan sólo el supuesto de acciones individuales de responsabilidad ejercitadas por acreedores en casos de vulneración de su derecho de oposición. No se trataría de un daño a la sociedad en sentido estricto, sino tan sólo una afectación de los créditos, en la medida en que no hubiesen sido garantizados en los términos que establece el art. 44 LME.

requisitos del artículo 239.1 TRLSC⁸⁶⁹. No podrá ser interpuesta la acción de responsabilidad, en lo que aquí respecta, hasta que no se hubiese votado en contra de la misma en la Junta General⁸⁷⁰. Lo anterior debe entenderse sin perjuicio de la legitimación directa conferida a la mayoría para la interposición de la acción social cuando ésta se fundamente en la infracción del deber de lealtad (art. 239.2 TRLSC).

Por su parte, los acreedores, como advierte el art. 240 TRLSC, tan sólo podrán ejercitar la acción de responsabilidad si ésta no lo hubiese sido ni por la sociedad, ni por los socios minoritarios y se advirtiese, además, que el patrimonio no fuese suficiente para hacer frente al pago de la deuda⁸⁷¹. Como luego habrá oportunidad de exponer de manera más pormenorizada, la sociedad resultante de la fusión apalancada nunca dispondrá del patrimonio suficiente, puesto que se basa en un test de liquidez que establece el art. 35 LME, de lo que se deriva que el requisito se cumple en todo caso⁸⁷² y que si se produce un incumplimiento de uno de los deberes del cargo, en el sentido

⁸⁶⁹ Considera la duración del plazo que la minoría debe dejar transcurrir en caso de que la sociedad decidiese entablar la acción de responsabilidad (art. 239.2 TRLSC), SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “La acción social de responsabilidad (algunas cuestiones pendientes)”, *RDM*, núm. 281, 2011, pp. 95-123, entendiendo que la brevedad es oportuna, puesto que no existe decisión alguna a tomar una vez se ha adoptado el acuerdo y tan sólo se ha de canalizar por los cauces procesales oportunos (p. 115).

⁸⁷⁰ Sobre la intervención de la minoría, últimamente, QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La acción social de responsabilidad contra los administradores: el acuerdo y legitimación para ejercitarla. Comentario a la Sentencia 380/2012, de 5 de diciembre de 2012, de la Audiencia Provincial de Madrid, Sección 28”, *RDM*, núm. 290, 2013, pp. 437-453, particularmente, p. 444-445.

⁸⁷¹ LLEBOT MAJÓ, O., “El sistema de la responsabilidad de los administradores. Doctrina y jurisprudencia”, *RdS*, núm. 7, 1996, pp. 49-70, p. 57.

⁸⁷² SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores*, *cit.*, pp. 402-403 diferencia entre el supuesto en el que existiese una insuficiencia patrimonial en la sociedad y aquél en el que, además de apreciarse tal situación, se produjese una situación de insolvencia, que en buena medida coincide en su esencia con el test de liquidez. Nos interesa, evidentemente, el segundo de los casos, dado que el primero constituirá, precisamente, la situación habitual de cualquier fusión apalancada con viabilidad económico-financiera.

del art. 236 TRLSC, procederá la estimación de la acción de responsabilidad ejercitada.

Delimitados los elementos de la acción de responsabilidad de los administradores, y advertidos aquéllos que sean de mayor relevancia en los supuestos derivados de situaciones del art. 35 LME, a lo largo de las siguientes páginas se analizan los presupuestos que deben concurrir en la responsabilidad, distinguiendo entre la actuación que lleven a cabo los administradores, el daño que se produzca, la concurrencia de dolo o culpa y el nexo de causalidad que deba apreciarse entre la actuación y el daño producido.

2.1. *La actuación*

La actuación que llevan a cabo los administradores en sede de fusiones apalancadas tiene que ver, esencialmente, con la elaboración de la documentación cuya redacción corre de su cuenta y que, como es sabido, consiste en la incorporación de los contenidos añadidos que los numerales del art. 35 LME exigen tanto en el proyecto, como en el informe. En este sentido, el acto relevante a los efectos del apartado primero del art. 236 TRLSC (“*actos u omisiones contrarios a la ley*”), que puede dar lugar a la generación de un daño tiene que ver con la omisión del deber⁸⁷³ de realización de lo que se le exige al autor o autores de sendos documentos, bien en la totalidad, bien en parte. Parece que, en el mismo sentido, un cumplimiento defectuoso de las exigencias establecidas por el art. 35 LME podría dar lugar, en su caso, a la correspondiente responsabilidad.

⁸⁷³ SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores*, cit., p. 318 indica que el acto por el que se impute responsabilidad a los administradores de una sociedad debe ser una acción u omisión humana.

Sin embargo, cabe distinguir, sin perjuicio de una mayor pormenorización posterior, entre los supuestos de contravención del deber de lealtad (art. 227 TRLSC) y aquellos otros que tengan que ver con el deber de diligencia (art. 225 TRLSC). Parece que la omisión de determinada información o la inclusión de consideraciones alejadas de la realidad económica analizada constituirán un supuesto doloso, que vulnera el aludido deber de lealtad, por lo que debe entenderse relevante a los efectos de la imputación de la responsabilidad. Por el contrario, en el caso del deber de diligencia, la línea divisoria entre la actuación que puede ser centro de imputación y la que no resulta mucho más difuminada. En concreto, parece lógico entender, como se ha venido sosteniendo, que la referencia a la “*razonabilidad*”, contenida en el numeral tercero del art. 35 LME, supone la inclusión de una *business judgment rule* específica para el caso de fusiones apalancadas, que, en cualquier caso, ha sido generalizada con la inclusión de la misma en el art. 226 TRLSC⁸⁷⁴. Al tratarse de una decisión de corte empresarial, la imputación de responsabilidad no podrá tener lugar, a menos que se pruebe que se incumplió el test de solvencia, dando lugar a una negligencia grave, que se manifestará en la imposibilidad de acaecimiento del escenario económico-financiero futuro planteado.

Cabe plantear dos cuestiones relativas a la actuación de los administradores y que pudieran generar dudas. En primer lugar, puede considerarse el supuesto de que, durante la elaboración del proyecto y del

⁸⁷⁴ Así lo ha establecido la modificación del TRLSC operada por la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo. En realidad, el ámbito de la negligencia responsable en la actuación de los administradores siempre fue relativamente restrictiva, como ya advertían los autores. Véase el análisis doctrinal de PUIG BRUTAU, J., “La responsabilidad de los administradores de la sociedad anónima”, *RDP*, núm. 45, 1961, pp. 361-371, concretamente, en la p. 364.

informe de los administradores, alguno o algunos de ellos, especialmente si se trata de un Consejo de Administración, se opusieran y votaran en contra. La actuación, como ha entendido autorizada doctrina⁸⁷⁵, es de carácter personal, lo que parece implicar que una votación en contra exonerará de cualquier responsabilidad⁸⁷⁶. Cabe pensar en el caso en el que uno de los miembros del órgano mencionado, ante una votación claramente decidida en favor de la redacción de los consabidos documentos en un determinado sentido, debiendo votar el último y siendo consciente de las posibilidades de una valoración negativa por parte del experto independiente, decida votar en contra. Pudiera pensarse que éste fuese originariamente favorable a la fusión, pero que, no desconociendo la posible responsabilidad que se les pudiera imputar, optase por votar en contra para garantizarse la exoneración de la responsabilidad. El comportamiento oportunista, sin embargo, no parece que pueda acarrear responsabilidad alguna, dado que, si lo planteado en el proyecto y en el informe de los administradores fuese defectuoso y mereciese efectivamente la valoración negativa por parte del experto independiente, el miembro del Consejo habría actuado adecuadamente. Por el contrario, si la consideración del aludido tercero fuese favorable y la fusión finalmente tuviera lugar, no teniendo la sociedad resultante problemas financieros en el inmediato futuro, no se produciría exigencia de responsabilidad alguna.

En segundo y último lugar, cabe plantearse la relevancia que a los efectos de la responsabilidad de los administradores pudiera tener una adopción del

⁸⁷⁵ Así, SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores*, cit., p. 319.

⁸⁷⁶ En otro caso, como se establece legislativamente, la regla de culpa será la solidaridad, lo que presupone negligencia por parte de todos los miembros del órgano colegiado. Véase sobre la cuestión DÍAZ ECHEGARAY, J. L., *Deberes y Responsabilidad de los Administradores*, cit., pp. 265-266. Como advierte el autor, ello supone la inversión de la carga de la prueba, de manera que deba ser el administrador el miembro que se considere no responsable el que deba desvirtuar la culpa.

acuerdo de fusión por parte de la Junta General incluso con un informe desfavorable del experto independiente. Hasta ahora hemos sostenido que procedería la impugnación del acuerdo y, en su caso, la nulidad de la fusión, así como que tanto el notario, como el Registrador Mercantil deberían no elevar a público y no inscribir la escritura respectivamente. En el caso de la responsabilidad de los administradores, sin embargo, cabe la duda de los efectos que pueda tener el acuerdo de la Junta General. Procede traer a colación el tenor literal del apartado segundo del art. 236 TRLSC, según el cual el hecho de que hubiese habido una adopción del acuerdo⁸⁷⁷ no supondrá exoneración alguna de responsabilidad para los administradores. En el caso de la fusión apalancada, la cuestión adquiere una relevancia particular, especialmente si se piensa en la habitual connivencia entre el socio mayoritario de la *target* –sociedad adquirente– y sus administradores.

2.2. *El daño*

Continuando con los elementos de la responsabilidad que pueda derivarse para los administradores en relación con las normas exigidas por el art. 35 LME, cabe considerar, en segundo lugar, el daño que deba producirse como consecuencia de la actuación de los administradores. Se trata, en este punto, y como ha sostenido la doctrina⁸⁷⁸, de un daño producido en la sociedad o a la sociedad, puesto que si se tratara de un perjuicio ocasionado, bien al socio, bien a algún tercero, lo que se generaría sería la posibilidad de ejercicio de la

⁸⁷⁷ Piénsese que la adopción del acuerdo de fusión en los términos del art. 40 LME supone la votación a favor de una operación cuya base se encuentra constituida de manera estricta por el proyecto de fusión elaborado por los administradores.

⁸⁷⁸ Véase al respecto, SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores*, cit., p. 320.

acción individual y no de la acción social de responsabilidad⁸⁷⁹. En concreto, en el caso de la fusión apalancada, el daño que se puede generar en la sociedad es una suerte de despatrimonialización derivada de una necesidad de venta de determinados activos –incluso o especialmente los estratégicos- que sirva para abonar los sucesivos vencimientos de la deuda que se hubiese contraído con ocasión de la adquisición del control o de los activos. En consecuencia, la posible afectación a los diversos sujetos económicos, sean socios minoritarios o acreedores, supone la implicación de dicho vaciamiento patrimonial. Ella supone, por un lado, la imposibilidad de perpetuar la actividad empresarial en los términos planteados originariamente y, desde luego, la limitación del efecto reorganizativo que se permite mediante la fusión y, en concreto, el efecto sinérgico que pudiera pretender lograrse. Además, la expectativa de dividendo que pudieran tener los socios se ve frustrada. Por otro lado, en lo que atañe a los acreedores, se produce el impago de los créditos que éstos pudieran tener frente a la sociedad, especialmente cuando hubiesen sido contraídos con anterioridad a la operación apalancada iniciada mediante el específico endeudamiento⁸⁸⁰.

Sin embargo, no toda situación de desbalance patrimonial que, incluso, pueda concluir en el concurso y acontezca con posterioridad a una fusión apalancada deba acarrear una responsabilidad de los administradores. Si bien es cierto que se aprecia un daño, y éste pudiera ser probablemente consecuencia de la actuación de aquéllos, la inexistencia de un incumplimiento de los deberes inherentes al cargo o contravención con

⁸⁷⁹ Véase GIRÓN TENA, J., “La responsabilidad de los administradores de la Sociedad Anónima en el Derecho español”, *ADC*, vol. 12, núm. 2, 1959, pp. 419-450, en particular, p. 444.

⁸⁸⁰ Sobre la conceptualización del daño indirecto relevante para el surgimiento de responsabilidad social para los administradores, ALONSO UREBA, A., “Presupuestos de la responsabilidad social...”, cit., p. 685.

precepto legal alguno, como se expondrá más adelante, supondrá la imposibilidad de imputación. Piénsese que nos encontramos ante una decisión empresarial y que, en la valoración del experto independiente, se exige una consideración sobre la razonabilidad. Si ésta se cumpliera y, dentro de unos límites, el escenario planteado por el proyecto y el informe de los administradores no resultase infundado, sino financieramente adecuado, habrá que entender que el daño deberá ser subsumido en el riesgo de empresa⁸⁸¹ característico de toda actividad económica desarrollada por sociedades mercantiles y no como consecuencia de acto ilícito, desleal o negligente perpetrado por algunos o todos los integrantes del órgano de administración.

2.3. *El nexo de causalidad*

Problemático resulta el establecimiento de una suerte de vinculación entre la actuación de los administradores y el daño causado a la sociedad, lo que requiere indagar sobre la posibilidad de existencia de una relación de causalidad entre los indicados elementos. El problema de la causalidad en el Derecho de Daños ha sido una de las cuestiones más vidriosas y, al tiempo, menos consideradas en la doctrina⁸⁸². Entre los civilistas españoles⁸⁸³ se ha

⁸⁸¹ Entiende ALONSO UREBA, A., “Presupuestos de la responsabilidad social...”, cit., p. 686, que a la hora de delimitar la posible responsabilidad, deben tenerse en cuenta diversos elementos, como son, de un lado, que se trata de una responsabilidad orgánica y no meramente contractual y que se imputa a una actividad realizada de manera continuada, por lo que no cabe analizar actos concretos. En el supuesto de una fusión apalancada, ello supone considerar la operación en su conjunto y no los actos separados.

⁸⁸² Véase, entre los autores alemanes, por muchos SPINDLER, G., “Kausalität im Zivil- und Wirtschaftsrecht”, *AcP*, núm. 208, 2008, pp. 283-344.

⁸⁸³ Al respecto, resulta de mucho interés, en su integridad, el viejo trabajo de DE COSSÍO Y CORRAL, A., “La causalidad en la responsabilidad civil. Estudio del Derecho español”,

hecho utilización de las diferentes formulaciones de la causalidad propias de la teoría del delito. En este sentido, se ha planteado la configuración de la teoría de la equivalencia de las condiciones⁸⁸⁴, que consistiría en realizar la correspondiente abstracción mental tendente a suponer una situación en la que no se hubiese dado la actuación de los administradores y observar si, no existiendo elemento distorsionador distinto, se produciría una eliminación del daño o, por el contrario, éste permanecería. De esta manera, si no existiera daño una vez realizada la oportuna operación, se verificaría la correspondiente relación entre la actuación y el daño, mientras que si éste permaneciera, sería oportuno entender que no se da la correspondiente relación. Con todo, se ha evolucionado hacia la posición de la teoría de la imputación objetiva, que viene a incorporar el elemento de ilicitud de la actuación para atenuar la relevancia de las posibles actuaciones, habida cuenta de que una interpretación en el sentido primeramente expuesto conducía en ocasiones al absurdo.

Si el acto relevante a los efectos del supuesto que aquí se plantea consiste en la elaboración de una documentación y, en concreto, de las especialidades que deben aplicarse en el proyecto y en el informe de administradores cuando nos encontramos ante una fusión apalancada, es claro que habrá que partir del mismo para establecer la vinculación que pueda existir con una situación de despatrimonialización y consiguiente iliquidez en el futuro⁸⁸⁵. Cabe indicar, en primer lugar, que la distancia temporal entre la actuación y el daño es necesariamente extensa, habida cuenta de las diversas instancias del

ADC, vol. 19, núm. 3, 1966, pp. 527-554. Más recientemente, DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, L., *Derecho de Daños, cit.*, pp. 331-349.

⁸⁸⁴ DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, L., *Derecho de Daños, cit.*, pp. 334-335.

⁸⁸⁵ La despatrimonialización debe ser “*consecuencia necesaria*” de la actuación del administrador. Véase al respecto ALONSO UREBA, A., “Presupuestos de la responsabilidad social...”, *cit.*, p. 687.

procedimiento de fusión, que incluyen, como es sabido, la fase previa, la elaboración de los informes, el acuerdo, la elevación a público y la inscripción en el Registro Mercantil. Siendo esto así, el establecimiento de la indicada relación de causalidad se hace más compleja que en supuestos de relación temporal inmediata. Más aún si se piensa que existen diversas intervenciones humanas en el ínterin entre la redacción de los documentos y la generación del daño, en concreto, la consideración del experto independiente, la decisión de la Junta General de adoptar el acuerdo de modificación estructural y, finalmente, los controles notarial y registral. Parece necesario, entonces, analizar las implicaciones que cada una de las intervenciones aludidas pueda tener lugar a los efectos de, en su caso, difuminar la relación de causalidad y, en su caso, atemperar o exonerar de responsabilidad a los administradores.

De mayor importancia resulta la indicación contenida en el informe al que se refiere el numeral tercero del art. 35 LME, en la medida en que su función de contrapeso podrá determinar si se da cierta razonabilidad en los planteamientos de los administradores o si, por el contrario, existe una absoluta falta de ella. En principio, la existencia de razonabilidad supondrá una constatación de inexistencia de ilicitud, siendo la valoración contraria indicativa de la misma. El informe del experto independiente constituye, en este sentido, un indicio de la relación de causalidad, especialmente en los casos en los que se advierte la falta de razonabilidad. Como se ha sostenido, éste constituye un juicio de carácter económico, que lo que viene a dilucidar es si existe una viabilidad económico-financiera para la sociedad resultante de la fusión apalancada en los términos expuestos por los administradores. Siendo dicho juicio de carácter negativo, cabe pensar, al menos, que dada la imposibilidad de hacer frente a los vencimientos en un período relativamente

próximo en el tiempo, puede existir una relación entre la situación de iliquidez y la indicación dolosa o negligente de la perpetración de la fusión.

Con todo, no deben ignorarse aquellos supuestos de falta de adecuada actuación del experto independiente y, en concreto, cuando se les impute una responsabilidad por incumplimiento de su *lex artis*. En el improbable supuesto de que, concurriendo viabilidad económico-financiera, el experto considere que la sociedad resultante de la fusión, dadas las circunstancias de endeudamiento, es inviable, parece que no existirá responsabilidad alguna para los administradores, puesto que, o bien no se adoptará el acuerdo de fusión, o bien la sociedad resultante continuará su actividad económica sin dificultades sobrevenidas. Por el contrario, se puede plantear la posibilidad de que, no existiendo razonabilidad en las indicaciones de los administradores, el informe del experto independiente, sin embargo, no advierta de la indicada situación y, consecuentemente, se le impute responsabilidad. La Junta General podría adoptar el acuerdo de fusión basándose en un juicio positivo, tanto de los administradores, como del experto independiente, dando lugar a una situación de insolvencia de la sociedad resultante. El problema surge en este caso con la actuación del experto independiente, que viene a explicitar que el contenido del proyecto y del informe de los administradores ha sido desarrollado de acuerdo con la oportuna metodología y no resulta descabellado. Así las cosas, cabe traer a colación en este punto, nuevamente, el apartado segundo del art. 236 TRLSC, ya que según éste, la convalidación de cualquier actuación de los administradores por la Junta General no exonerará de responsabilidad alguna. Si dicho planteamiento sirve para cualquier hipótesis, incluso cuando los socios que deban votar en el órgano deliberante se encuentren suficientemente

informados, con mayor razón deberá operar el referido precepto en los casos en los que dicha información se encuentre viciada por partida doble.

Por lo que se refiere a la intervención, en términos generales, de la Junta General, a la hora de adoptar el acuerdo de fusión, cabe plantear fundamentalmente el supuesto en el que el informe del experto independiente advierta de la falta de razonabilidad de lo consignado en la documentación redactada por los administradores. La adopción del acuerdo supone una eliminación de la relación de causalidad, puesto que si éste no hubiese tenido lugar, la fusión no se habría producido y, consecuentemente, no se habría incurrido en una situación de iliquidez derivada de una despatrimonialización⁸⁸⁶. Con todo, dicha ruptura de la línea causal es eliminada por el antedicho apartado segundo del art. 236 TRLSC, lo que parece salvar la situación⁸⁸⁷. La razón de ser parece comprensible, precisamente, en un contexto societario y, especialmente, de sociedades de reducidas dimensiones, dado que la concentración del capital social permite un cierto alineamiento entre los intereses del socio mayoritario y de los administradores, generándose el habitual problema de agencia entre el

⁸⁸⁶ En este sentido, afirmaba DE COSSÍO Y CORRAL, A., “La causalidad en la responsabilidad civil...”, cit., p. 535, “*No se interrumpe el nexo de causalidad cuando el daño se haya producido como consecuencia de una sucesión de acciones y omisiones indisolublemente ligadas entre sí y dependientes todas de aquélla que constituye la causa primera, necesaria y eficiente; sin embargo, en la reconstrucción del nexo causal referido a un determinado suceso, la superposición de un hecho nuevo, idóneo por sí solo para ocasionar el evento, hace que el último absorba el primer hecho, excluyendo toda posibilidad de imputación al agente de éste, aunque uno y otro fueran culpables*”.

⁸⁸⁷ No nos encontramos en este sentido ante ninguno de los casos a los que hacía referencia SÁNCHEZ CALERO, F., “Supuestos de responsabilidad de los administradores en la sociedad anónima”, en AA.VV., *Derecho mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Madrid, Civitas, 1991, pp. 903-934, concretamente en la p. 918 y, en cualquier caso, el actual art. 236.2 TRLSC, como el antiguo art. 133.3 TRLSA no se ha visto modificado en su tenor absoluto al seguir conteniendo la expresión “*en ningún caso*”.

mayoritario y el minoritario. La situación se reproduce de manera palmaria en el caso de una fusión apalancada, especialmente cuando ésta se haya iniciado a través de una adquisición del control, habida cuenta de que, en último término, existirá cierta actuación de consuno por parte de los administradores y del socio mayoritario de la *target*, que será la sociedad adquirente. No parecería apropiado limitar las posibilidades de responsabilidad a socios minoritarios o a acreedores si no tenían la verdadera posibilidad de evitar la situación a la que se llegó mediante el acuerdo.

Finalmente, en lo concerniente al control notarial y registral, es evidente que, tal y como se ha advertido con anterioridad, éstos deberían evitar la elevación a público y posterior inscripción en el Registro Mercantil en caso de que el informe del experto independiente emitiese un juicio de valoración negativo. Ello no obstante, si el control que llevasen a cabo fuese de carácter puramente formal y, en consecuencia, se dotase de la correspondiente eficacia frente a terceros a la modificación estructural, no por ello debe entenderse que se quiebra la relación de causalidad, puesto que, en todo caso, si no hubiese tenido lugar la actuación por parte de los administradores, no se habría llegado a la sustantación de la fusión y a la subsiguiente situación de insolvencia.

2.4. Contravención de precepto legal, actuación desleal y negligencia

El último de los elementos que requiere de análisis para advertir la posibilidad de imputación de responsabilidad a los administradores es el de la ilicitud que se deba predicar de la actuación que lleven a cabo. Debe distinguirse, en este sentido, entre tres perspectivas diversas que se derivan del propio tenor del apartado primero del art. 236 TRLSC. Indica éste que la responsabilidad de los administradores se reputará de los “*actos u omisiones contrarios a la ley [...] o por los realizados incumpliendo los deberes*

inherentes al desempeño del cargo”. Así, se hace necesario diferenciar entre aquellas actuaciones de los administradores que supongan la contravención de norma legal, de aquellas otras que consistan en el incumplimiento de alguno de los deberes, siendo oportuno establecer la distinción entre el deber de lealtad y el de diligencia por las implicaciones que ambos pueden tener⁸⁸⁸. En el caso de la fusión apalancada resulta difícil realizar la oportuna disociación entre supuestos de vulneración de precepto legal⁸⁸⁹ de aquéllos que consistan en la desatención de determinados deberes, puesto que, de algún modo, ambos se encuentran vinculados entre sí por razón del propio régimen de las fusiones apalancadas.

El acto contrario a la ley más evidente es el que representa la acción más burda⁸⁹⁰, puesto que supone, en esencia, la no incorporación al proyecto o al informe de los contenidos añadidos que el art. 35 LME exige en sus numerales primero y segundo. Fuera de éste, nos encontramos en ámbitos que siempre pueden resultar dudosos. Cabe aludir, en primer término, a aquellas

⁸⁸⁸ En clave de política legislativa, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., “La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo”, *RdS*, núm. 20, 2003, pp. 67-109, ha considerado que la responsabilidad derivada de incumplimientos del deber de lealtad debía ser incrementada en diversos términos, mientras que la de diligencia, debía reducirse. En buena medida, la configuración del art. 35 LME y el actual tenor literal del art. 226 TRLSC parecen ir en esa dirección, puesto que resulta difícil la imputación de responsabilidad a los administradores por negligencia –en supuestos particulares de fusiones apalancadas–, siendo únicamente posible su condena en supuestos muy evidentes.

⁸⁸⁹ Con la excepción de si se planteara la vulneración de norma legal como vulneración de la prohibición de asistencia financiera, lo que en términos generales parece posible, incluso en supuestos de fusiones apalancadas económicamente inviables y no en el resto de vulneraciones de la prohibición, como se ha puesto de manifiesto en la doctrina. En tal sentido, FLORES DOÑA, M. S., *Adquisición de acciones*, cit., p. 441. BAYONA GIMÉNEZ, R., *La prohibición de asistencia financiera*, cit., pp. 449-450 que entiende que la vulneración constituye una actuación relevante a efectos de la responsabilidad de los administradores, pero que lo que resulta complejo determinar es si el daño se produce efectivamente. En términos similares, FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, M. C., *La asistencia financiera*, cit., pp. 280-281.

⁸⁹⁰ Véase ALONSO UREBA, A., “Presupuestos de la responsabilidad social...”, cit., p. 676.

actuaciones que consistan en un planteamiento de fusión que, por su absoluta falta de viabilidad, pueda hacer sospechar que nos encontremos ante un caso de incumplimiento del deber de lealtad⁸⁹¹, lo que daría lugar a la responsabilidad de los administradores por afectación del art. 227 TRLSC⁸⁹². El supuesto puede plantearse cuando exista connivencia con la sociedad adquirente con el fin de generar una situación de despatrimonialización, bien por voluntad de apropiación, bien como fórmula para la eliminación de un competidor en el mercado. Nos encontraríamos en tal caso ante una desatención del fin de servicio al interés social⁸⁹³ de la compañía –se entiende, en general, la *target*⁸⁹⁴, aunque también podría tratarse de la *tercera* sociedad-

⁸⁹¹ Véase, en relación con el antiguo art. 127 bis TRLSA, norma en la cual se desgajaba el deber de lealtad y el de fidelidad, el interesante análisis de EMBID IRUJO, J. M., “Apuntes sobre los deberes de fidelidad y lealtad de los administradores de las sociedades anónimas”, *CDC*, núm. 46, 2006, pp. 9-48, en concreto, en las pp. 23 y ss. En la actualidad, el tenor del precepto que contenía el deber de fidelidad y, en particular, la referencia al interés social, se reproduce en sede de deber de lealtad (art. 227.1 TRLSC), al indicar, según la nueva letra, “[l]os administradores deberán desempeñar el cargo [...] en el mejor interés de la sociedad”.

⁸⁹² Quepa tener en cuenta que la nueva redacción del precepto regulador del deber de lealtad incorpora un mayor efecto sancionatorio, dado que exige no sólo la reparación del daño, sino también el abono del posible enriquecimiento injusto que hubiese obtenido el administrador por su actuación. Se trata de una formulación hasta cierto punto similar a la del *disgorgement* del Derecho estadounidense, que encontramos tanto en la legislación de Delaware, como en el RMBCA. Entre nosotros, había planteado una posibilidad de índole similar LLEBOT MAJÓ, O., “El sistema de la responsabilidad ...”, cit., pp. 69-70.

⁸⁹³ Del planteamiento, en todo caso, cabe tener en cuenta el concepto de interés social, que a nuestro entender deberá encontrarse más próximo al *shareholder value* en las sociedades cotizadas, por su dependencia del mercado de capitales, y al *stakeholder value* en las de carácter cerrado (en tal sentido, nos adherimos a la opinión de SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “El interés social y los varios intereses presentes en la sociedad anónima cotizada” *RDM*, núm. 246, 2002, pp. 1653-1726, en particular, p. 1694). En términos generales, sobre la problemática, HERNANDO CEBRIÁ, L., “El interés social de las sociedades de capital en la encrucijada: interés de la sociedad e intereses en la sociedad, la responsabilidad social corporativa y la “tercera vía” societaria”, *RDBB*, núm. 133, 2014, pp. 79-126.

⁸⁹⁴ Sobre las interrelaciones entre el interés social y el de grupo, ténganse en cuenta las consideraciones traídas a colación por EMBID IRUJO, J. M., “Apuntes sobre los deberes de fidelidad y lealtad...”, cit., pp. 28-31.

Puede ocurrir, sin embargo, que la postura del órgano de administración simplemente sea excesivamente optimista, de manera que augure un efecto muy positivo de las sinergias producidas por la fusión, considerando que garantizarán la generación de *cash flow* suficiente como para atender los sucesivos vencimientos de la deuda. En tal caso, la doctrina ha sostenido posiciones diversas, pero que en esencia han coincidido en entender que sí que puede haber imputación de responsabilidad por falta de diligencia⁸⁹⁵, que se manifiesta, entre otras cosas, en una adecuada utilización de la metodología⁸⁹⁶, lo que en buena medida viene refrendado por la exigencia, no tanto en la regulación específica del art. 35 LME, sino en el contenido general del informe del experto independiente en el art. 34.3 LME, en el que se alude a la necesidad de valoración de los “*métodos*” utilizados. Si bien no existe una identidad en el contenido general y en el específico del régimen de las fusiones apalancadas, lo cierto es que, como se ha dicho, la valoración del informe del experto independiente tiene, hasta cierto punto, un mayor énfasis en el segundo caso. Siendo esto así, parece apropiado considerar que la no utilización de una metodología que sirva al fin concreto, además de ser objeto de valoración por parte del experto independiente respecto del contenido específico que requiere el art. 35 LME, deberá ser un punto de engarce para delimitar la ilicitud de la actuación por negligente⁸⁹⁷.

Con todo, es necesario realizar una consideración mayor de las cuestiones que circundan al deber de diligencia y, en particular, en lo que se refiere a la

⁸⁹⁵ Véase, entre otros, YUSTE DE AYALA, G., “El impacto de la Ley 3/2009...”, cit., p. 47, así como ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera...”, cit., p. 152.

⁸⁹⁶ Así lo considera PICONE, L. G., “Il *leveraged buy out*...”, cit., pp. 1450-1451.

⁸⁹⁷ Originariamente se había mostrado especialmente crítico con la laxitud en la consideración de la negligencia relevante a los efectos de responsabilidad de los administradores GIRÓN TENA, J., “La responsabilidad de los administradores...”, p. 447.

elaboración de la documentación propia de la fusión apalancada. Asimismo, cabe incorporar la configuración del art. 35 LME como test de solvencia realizada en el capítulo precedente a los aspectos relativos a la responsabilidad de los administradores. Ambas cuestiones se analizan seguidamente.

A) *El deber de diligencia del art. 225 TRLSC*

El art. 225 TRLSC, recientemente modificado, ha abandonado su tenor lacónico, que se remitía a un concepto jurídico indeterminado, como era el de la “*diligencia de un ordenado empresario*”, para incorporar una referencia al cumplimiento de los preceptos legales⁸⁹⁸ y estatutarios, alusión que constituía con anterioridad parte del contenido del deber de lealtad. A su vez, el art. 225 TRLSC ha reforzado el deber al incorporar un requisito de adecuada dedicación y ha dotado de mayor énfasis a la necesidad de recabar la oportuna información para la toma de decisiones de corte empresarial. Por su parte, el deber de lealtad ha sido desplazado al art. 227 TRLSC, integrándose en el actual art. 226 TRLSC la regla de la *business judgment rule*, en la cual se establece, a imagen y semejanza del § 93 AktG, la necesidad de cumplimiento de una serie de requisitos para la exoneración de responsabilidad alguna por las decisiones empresariales tomadas por los administradores. De esta manera, si el administrador hubiese actuado “*de buena fe, sin interés personal en el asunto objeto de decisión, con información suficiente y con arreglo a*

⁸⁹⁸ Lo que parece encontrarse en relación con la imposibilidad de incumplimiento “favorable” de preceptos legales con el fin de contribuir a la mejora del rendimiento de la compañía. Véase sobre la problemática VERSE, D., “Compliance im Konzern”, *ZHR*, núm. 175, 2011, pp. 401-424, en concreto, pp. 405-406. Indirectamente, HAUSCHKA, C. E., “Corporate Compliance – Unternehmensorganisatorische Ansätze zur Erfüllung der Pflichten von Vorständen und Geschäftsführern”, *AG*, vol. 49, núm. 9, 2004, pp. 461-475, en concreto, pp. 465-466.

un procedimiento de decisión adecuado”, se encontrará bajo la protección del referido precepto.

Cabe plantear la aplicación que la regla pueda tener en actuaciones como las hasta ahora consideradas, a saber, la incorporación en determinados documentos de la procedencia de sustantación de una fusión de las características de las del art. 35 LME. Se ha sostenido que la idea de *razonabilidad* permitía cierta discreción al administrador que sólo debería ser considerada inapropiada por el experto independiente en su informe en caso de ser palmaria la inviabilidad de la operación. La indicación del numeral tercero habría constituido, hasta la reciente modificación legislativa, una forma indirecta de integrar una suerte de tutela de la discrecionalidad empresarial, particularmente destinada a las referencias relativas a las razones y a los objetivos⁸⁹⁹, quedando el elemento puramente cuantitativo, esto es, la determinación de la posibilidad de repago de la deuda a través del destino de los recursos oportunos a los abonos en los sucesivos vencimientos, supeditado a un mayor control. Tras la generalización de la regla del art. 226 TRLSC, la problemática es la inversa, esto es, consiste en dilucidar hasta qué punto las indicaciones realizadas por los administradores en el proyecto y el informe en supuestos de fusiones apalancadas están protegidas en su totalidad o en parte por la *business judgment rule*.

A nuestro parecer, son diversos los argumentos que parecen aconsejar una exégesis en el segundo de los sentidos, esto es, en el mantenimiento de la regla en el sentido ya existente con anterioridad a la modificación operada por

⁸⁹⁹ Cabe aludir a las consideraciones sobre la relación entre el interés social y la discrecionalidad empresarial que configuran el deber de diligencia realizadas por FONT GALÁN, J. I., “El deber de diligente administración en el nuevo sistema de deberes de los administradores sociales”, *RdS*, núm. 25, 2005, pp. 71-107, en concreto, pp. 92-95.

la Ley 31/2014. En primer lugar, si se contrapone la regla de la cronología (*lex posterior derogat anterior*) a la de la especialidad (*lex specialis derogat generalis*), la doctrina ha entendido comúnmente que es ésta segunda la que ha de primar en caso de no existir disposición derogatoria alguna en la que se elimine expresamente cualquier vigencia de la norma considerada. En segundo lugar, una interpretación restrictiva supondría un vaciamiento de contenido del art. 35 LME, en la medida en que el control que llevara a cabo el experto independiente en su informe tan sólo podría dar lugar a la activación del remedio impugnatorio, con las limitaciones que se pudieran derivar como consecuencia del plazo de caducidad del art. 47 LME. Salvo la especialidad resarcitoria del segundo inciso de su apartado primero, los posibles afectados podrían quedar huérfanos de tutela, particularmente en supuestos en los que, por ejemplo, pese a la actuación ilícita del administrador, el informe del experto no hubiese advertido de la falta de razonabilidad de las indicaciones de aquél, lo que dificultaría, por desconocimiento, la interposición de acciones judiciales por parte de socios minoritarios o acreedores hasta que el daño a la sociedad no se hubiese manifestado. Finalmente, debe aludirse a la relación existente entre la regla de la *business judgement rule* y los tests de solvencia, para lo cual parece oportuno recurrir a las soluciones aportadas por el Derecho comparado.

B) *El art. 35 LME como solvency test*

Constatada la configuración de los numerales primero y segundo del art. 35 LME como test de solvencia, aspecto dilucidado en el capítulo precedente, cabe plantear la incidencia que dicha comprensión debe tener. Los

administradores deberán llevar a cabo la labor de prognosis futura, tal y como se deriva de la lectura de ambos requerimientos de manera conjunta, esto es, tanto de las exigencias relativas al proyecto, como de aquéllas que afecten al informe. Así, es una realidad que el Derecho estadounidense ha configurado los tests de solvencia con fisionomías muy similares en las normas societarios y concursales⁹⁰⁰. En este sentido, lo que se pretende es evitar las salidas patrimoniales de la sociedad, bien a través de la interdicción de cualquier reparto a los socios –dividendos, compra de acciones que pasen a integrar la autocartera o cualquier otra fórmula-, bien con carácter *ex post*, mediante las acciones rescisorias concursales. No debe desconocerse, sin embargo, que la consecuencia jurídica en uno y otro caso puede ser diversa, puesto que en el terreno societario puede dar lugar a la responsabilidad de los administradores, tal y como muestra, paradigmáticamente, la relación entre la sección 6.40 y la sección 8.33 RMBCA.

Advertido lo anterior, no pueden desdeñarse las características que la institución encuentra en sede societaria. En particular, supondría eliminar de la fisionomía de un test de solvencia la consecuencia de carácter patrimonial más inmediata que permitiese suplir la dificultad de *enforcement* de la invalidez de la salida patrimonial, excepción hecha de la posibilidad resarcitoria del tipo del referido en el segundo inciso del art. 47.1 LME. Al tiempo, una no consideración de la posible responsabilidad pudiera ser entendida como la supresión de todo incentivo para los administradores, que no se encontrarían constreñidos a realizar un cálculo adecuado. Pero es que,

⁹⁰⁰ EIDENMÜLLER, H./ ENGERT, A., “Insolvenzrechtliche Ausschüttungssperren”, en BITTER, G. et al. (Hrsg.), *Festschrift für Karsten Schmidt zum 70. Geburtstag*, Köln, Otto Schmidt, 2009, pp. 305-330 consideran, con todo, que las restricciones a las salidas de líquido de carácter societario ni deben ser entendidas como *lex specialis* que prime en todo caso respecto de las concursales, ni como elemento inspirador para las segundas (pp. 313-315).

en cualquier caso, el ámbito de la *business judgment rule*, entendida en los términos generales expuestos en la nueva redacción del art. 226 TRLSC, no sería de aplicación en casos en los que no se cumplieran algunos de los elementos que la integran⁹⁰¹. Incluso actuando de buena fe y sin interés particular en la cuestión sobre la que se tome la decisión, lo que eliminaría la vulneración del deber de lealtad, el hecho de no proveerse de la información “suficiente”⁹⁰² o de no seguir un procedimiento adecuado supondría no poder beneficiarse de la regla del buen juicio empresarial. Como se ha indicado de manera recurrente, lo que se exige al administrador es una adecuada valoración, que deberá contar, de un lado, con los datos necesarios para realizar la oportuna prospectiva y, de otro, con la metodología procedente, que, al cabo, son la indicada información y el procedimiento adecuado a los que alude el art. 226 TRLSC.

En cualquier caso, y para terminar, el test de solvencia se encuentra integrado en una norma legal, el art. 35 LME, cuya vulneración, tal y como se indica en el art. 225 TRLSC, da lugar a la contravención del deber de diligencia, lo que impide cualquier consideración posterior, al no ser de aplicación el beneficio de la *business judgment rule*. Lo que debe delimitarse es qué es lo que debe entenderse por vulneración del art. 35 LME, a lo que cabe responder poniendo en relación la cuestión con las posibilidades analizadas hasta el momento. Así, el elemento determinante que permitía la impugnación del acuerdo de fusión y daba lugar, en su caso, a la nulidad de la modificación estructural ya inscrita, era la indicación por parte de los administradores considerada falta de razonabilidad por parte del experto independiente en el informe. Por consiguiente, no tendría sentido, desde un

⁹⁰¹ MARX, P., *Der Solvenztest als Alternative*, cit., p. 120.

⁹⁰² Véase RIBAS FERRER, V., “Deberes de los administradores en la Ley de Sociedades de Capital”, *RdS*, núm. 38, 2012, pp. 73-154, concretamente, pp. 80-82.

punto de vista sistemático, entender la contravención legal de forma distinta en cada remedio, lo que permite afirmar que en los casos descritos, nos encontramos ante una actuación ilícita de los administradores.

III. ASPECTOS CONCURSALES

Concluido el estudio de los remedios existentes en el terreno contractual y societario que pueden ser de aplicación en caso de fusiones apalancadas económicamente inviables, la cuestión requiere de un ulterior análisis para supuestos en los que se produzca la situación de insolvencia. Ello ocurrirá, bien porque una vez se sustancie el daño, se aprecie de forma inmediata la generación de impagos que supongan la apertura del concurso, bien porque el efecto de la fusión y, en concreto, la incorporación de la deuda contraída a la sociedad resultante acarree una situación concursal de manera inminente. En cualquier caso, la situación surgirá tan sólo en caso de que la insolvencia acaezca sin que se hubiese hecho uso de los remedios oportunos una vez se hubiese advertido, gracias a las medidas del art. 35 LME, que la sociedad resultante no sería viable desde un punto de vista económico-financiero⁹⁰³.

Cabe llamar la atención, en este punto, en relación con lo advertido, sobre las dificultades de valoración por parte de los administradores, que deben realizar ciertas consideraciones sobre el rumbo futuro de la economía del sector en el que la sociedad desarrolle sus actividades. De las mismas es consciente el legislador al utilizar el término *razonabilidad* para concretar el ámbito de actuación del experto independiente en su labor de control de la

⁹⁰³ Véase, en general, sobre la utilización de institutos de Derecho Concursal como medios de tutela de los acreedores, THOLE, C., *Gläubigerschutz durch Insolvenzrecht. Anfechtung und verwandte Regelungsinstrumente in der Unternehmensinsolvenz*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2009.

documentación elaborada por los administradores. Ello redundaría en una cierta inseguridad, que se puede plantear en la medida en que, aun cuando la actuación de los administradores hubiese cumplido con las exigencias de la diligencia, esto es, haber recabado la información suficiente y haber hecho uso de una metodología apropiada, e incluso habiendo actuado el experto conforme a su *lex artis*, surgieran falsos negativos. La tutela que garantiza el régimen concursal puede ser satisfactorio, sólo hasta cierto punto para los acreedores, pero en modo alguno para los socios minoritarios y, mucho menos, contribuiría a la permanencia de la sociedad en el mercado, tal y como propugna el principio de conservación de la empresa, con la excepción de la consecución del correspondiente convenio, con las oportunas quitas y esperas en línea con lo establecido en los arts. 99 y ss. LC.

La situación jurídica difiere de la propia del Derecho estadounidense. Piénsese que éste, consciente o inconsciente de que la eficacia no siempre puede ser absoluta en lo que al control de las fusiones apalancadas se refiere —que *de lege ferenda* tan sólo llegaría a ser, bien *overinclusive*, bien *underinclusive*⁹⁰⁴, pero probablemente nunca del nivel adecuado—, obvia todo filtro que pueda operar con carácter *ex ante*. La única excepción la constituyen, como es sabido, los tests de solvencia, y con ciertas reservas, dada la laxitud que en este punto ha alcanzado el ordenamiento de Delaware. La posibilidad de prescindir de una norma como el art. 35 LME en el ordenamiento español, sin embargo, resulta cuanto menos temeraria, atendiendo, precisamente, a la configuración de nuestras normas concursales. No existe institución similar al *cramdown*, del Chapter 11 del Bankruptcy

⁹⁰⁴ Sobre la problemática de la *overinclusiveness* y *underinclusiveness* de las normas jurídicas y de los estándares, véase KAPLOW, L., “Rules versus standards: an economic analysis”, *Duke L. J.*, núm. 42, 1992-1993, pp. 557-629, particularmente, pp. 590-593. Igualmente, sobre la cuesión, DENOZZA, F., “Different Policies for Corporate Creditor Protection”, *EBOR*, núm. 7, 2006, pp. 409-416, concretamente, pp. 414-415.

Code (BC) (§§ 1101-1174), que permite la efectiva reorganización de la sociedad concursada, mediante la anuencia entre los acreedores y el juez del concurso, a través de la entrada de nuevos inversores. De este modo, frente a la figura del convenio de la LC, se lograría una mejora tutela de los acreedores⁹⁰⁵, aunque generalmente deberán aceptar esperas e, incluso, quitas, pero se permitirá la continuación de la actividad económico-empresarial (*going concern*) de la sociedad.

Con todo, en Derecho español no existe formulación como la descrita, lo que debe llevar nuestro análisis a las posibilidades que tiene la LC para la satisfacción de los intereses de los sujetos económicos afectados. A lo largo del presente epígrafe nos ocupamos, en primer lugar, de la acción rescisoria concursal, que en el caso de las fusiones apalancadas, además de las dificultades de aplicación de la figura, encuentra la problemática de que se trata de una modificación estructural, cuya retroacción tiene las complejidades características. En segundo lugar, se trata la responsabilidad que pueda derivarse para los administradores en sede concursal.

1. El concurso como situación

A la hora de estudiar la posible aplicación de las diferentes instituciones de Derecho Concursal, conviene, con carácter previo, tener en cuenta el

⁹⁰⁵ Constata en este sentido PULGAR EZQUERRA, J., “Reestructuración de sociedades de capital y abuso de minorías”, *RDBB*, núm. 129, 2013, pp. 7-34 que los acuerdos de refinanciación que se alcanzan en el mercado acaban produciéndose en el marco de negociaciones que tienen lugar como manifestación de la autonomía de la voluntad de las partes y no en el seno de un procedimiento concursal (pp. 8-10). Las posibilidades –mal que parcas- introducidas por el Real Decreto-Ley 4/2014, de 7 de marzo parecen preluir tímidamente un cierto cambio legislativo en la dirección del Derecho estadounidense.

elemento común que a ambos subyace, como es la situación de concurso⁹⁰⁶, en la que debe encontrarse la sociedad resultante de la fusión apalancada. Ésta se produce, como es sabido, cuando se dan los requisitos del art. 2 LC. De esta manera, si fuera el propio deudor, esto es, la sociedad resultante de la fusión apalancada, quien presentara la solicitud de declaración de concurso, deberá constatar que la imposibilidad de hacer frente a los abonos en los sucesivos vencimientos sea actual o inminente, tal y como prevé el apartado tercero del aludido precepto. En concreto, cabe poner énfasis, aunque se revele una obviedad, en el hecho de que deban de considerarse las deudas de que deba responder la sociedad resultante en su totalidad y no tan sólo aquéllas en las que hubiese incurrido con ocasión de la adquisición del control o de los activos. La solicitud, evidentemente, podrá ser interpuesta, bien inmediatamente a continuación de que se produzca el primer impago, con la previsión de que se van a producir otros, o bien cuando, debido a una situación patente de iliquidez, se prevea que los vencimientos próximos no van a poder ser satisfechos.

En el caso de que sean los acreedores los que insten el concurso –cabe pensar, fundamentalmente, en aquéllos que lo fueran con anterioridad al endeudamiento en el que incurrió la adquirente con el fin de adquirir el control-, sin perjuicio de que se produzca alguno de los hechos descritos en el apartado cuarto del art. 2 LC, cabe pensar, en esencia, tanto en el primero de ellos, que supone el impago generalizado de las deudas que afecten a la sociedad, como en el tercero, dado que se trata de un supuesto de *asset stripping*. En este sentido, no parece que debamos entender que nos encontramos en una situación de concurso si se trata de liquidación de bienes

⁹⁰⁶ Véase, ampliamente, el trabajo de BELTRÁN SÁNCHEZ, E., “La regularidad en el cumplimiento de las obligaciones, el estado de insolvencia y la función del concurso de acreedores”, *ADCo*, núm. 11, 2007, 29-52.

no estratégicos cuya enajenación se hubiese previsto como forma de obtener recursos para el pago en el informe de los administradores. En este caso, la propia venta de los activos no constituiría sino una consecuencia del efecto reorganizativo de la modificación estructural. Cuestión distinta sería si estos mismos bienes fueran transmitidos a terceros a precios muy por debajo de lo originalmente previsto, en cuyo caso nos encontraríamos ante la “*liquidación ruinososa*” o bien se llevase a cabo una venta de los bienes de manera “*apresurada*”, que probablemente también incluiría los estratégicos. En estos últimos supuestos sí que se verificaría la situación de concurso, lo que permitiría a los acreedores su solicitud.

2. La acción rescisoria concursal

El primero de los remedios concursales que se pretende analizar es el de las acciones rescisorias concursales o de reintegración de la masa, aplicables en un momento inmediatamente posterior a la declaración del concurso y que se configuran en la legislación como un efecto de la misma. De hecho, advierte el art. 71 LC en su apartado primero que la posible rescisión de determinados actos podrá tener lugar una vez hubiese sido “*declarado el concurso*”, situación de la que nos acabamos de ocupar. Resulta oportuno cuestionarse sobre las posibilidades de actuación del administrador concursal y de los acreedores respecto de las fusiones apalancadas, para lo que, en su caso, compete traer a colación el supuesto de hecho general del antedicho precepto legal. Siendo obvia la dificultad existente en la posibilidad de retrotraer operaciones de modificación estructural⁹⁰⁷, parece necesario

⁹⁰⁷ Piénsese en el paralelismo existente con la nulidad derivada de la aplicación del art. 47 LME, que queda limitada temporalmente, como ha habido oportunidad de exponer, precisamente en aras de una seguridad del tráfico y por las dificultades de retrotraer las

realizar la oportuna distinción entre los diferentes negocios que integran la operación apalancada, de lo que se da cuenta en los sucesivos epígrafes. Con todo, existe un elemento común consistente en el supuesto de hecho general del precepto, cuya aplicabilidad en casos como el que es objeto de estudio debe ser dilucidada.

Imprejugado el efecto perjudicial del acto, que debe ser dotado de contenido en atención a las distintas posibilidades de presunciones establecidas en los apartados siguientes del art. 71 LC, se plantea en primer lugar la relevancia que pueda tener la intención fraudulenta. Como se desprende del tenor literal del precepto, ésta no tiene incidencia alguna en la posibilidad rescisoria del acto en cuestión, lo que supone el establecimiento de un sistema de valoración puramente objetivo que tiene como base la idea de perjuicio⁹⁰⁸. Ello permite una consideración ulterior, que tiene que ver con las posibilidades de actuación de los acreedores ante una vulneración de sus intereses económicos. Mientras que desde la perspectiva de la responsabilidad de los administradores, el ánimo fraudulento parece necesario, puesto que, de lo contrario, aquéllos quedan protegidos por la tutela de la discrecionalidad empresarial del art. 226 TRLSC, a no ser que se trate de una negligencia patente por no concurrir los requisitos explicitados en la norma, el sistema de

diferentes relaciones jurídicas en las que la nueva persona jurídica hubiese sido parte a un momento anterior a la propia existencia de la misma.

⁹⁰⁸ MARTÍN REYES, M. A., “El perjuicio como fundamento de la acción rescisoria concursal”, *RDCP*, núm. 12, 2010, pp. 167-196, entiende que la dificultad de la prueba hace que se haya objetivado el elemento determinante de la acción, para cuyo ejercicio basta con constatar un quebranto económico (pp. 176-177). ESCRIBANO GÁMIR, R. C., “El perjuicio en la acción rescisoria concursal”, *ADCo*, núm. 10, 2007, pp. 7-59 define el perjuicio como una “*acto de disposición*” que suponga una reducción del patrimonio disponible del deudor (p. 22).

presunciones objetivas de la regla concursal amplía las posibilidades de protección de los acreedores⁹⁰⁹.

Finalmente, un último elemento general del supuesto de hecho normativo contenido en el apartado primero del art. 71 LC es el referido al período temporal relevante para la posible utilización de las acciones de reintegración de la masa. Sin perjuicio de la necesidad de distinguir el *dies a quo* que dé lugar al inicio del cómputo del plazo de dos años al que el citado precepto alude en cada negocio particular que integra la operación en su conjunto, es oportuno advertir que en el caso de la fusión, momento final y de culminación de la misma, el planteamiento puede ser, bien el del acuerdo –se entiende, la concurrencia del acuerdo de fusión de todas las sociedades participantes-, bien de la eficacia frente a terceros que tenga lugar por efecto de la inscripción en el Registro Mercantil. En tal sentido, si bien es cierto que la indicada eficacia frente a terceros –acreedores- tan sólo tiene lugar una vez inscrita la fusión, lo cierto es que si los posibles afectados son acreedores cuyos créditos tuviesen su origen en un momento anterior a aquél en el que se hubiese incurrido en el endeudamiento destinado a la adquisición del control o de los activos, habrían tenido acceso a la documentación de la fusión. Si a ello se añade que el momento de perfección del negocio de fusión es la concurrencia de los acuerdos de fusión en las diversas sociedades⁹¹⁰, lo que obliga a cada

⁹⁰⁹ Resulta de interés el trabajo comparado realizado por STEFFEK, F., *Gläubigerschutz in der Kapitalgesellschaft. Krise und Insolvenz im englischen und deutschen Gesellschafts- und Insolvenzrecht*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2011, donde plantea la clásica disyuntiva entre la protección de los acreedores a través de las instituciones societarias y las del Derecho Concursal. Entre nosotros, ALONSO LEDESMA, C., “Derecho de sociedades vs. Derecho concursal ¿técnicas alternativas o complementarias de protección de los acreedores?”, en ALONSO LEDESMA, C./ ALONSO UREBA, A./ ESTEBAN VELASCO, G. (Dir.), *La modernización del Derecho de sociedades en España: Cuestiones pendientes de reforma*, t. II, Cizur Menor, Aranzadi, 2011, pp. 67-107.

⁹¹⁰ La idea de consideración del acuerdo como núcleo de la fusión ha sido expuesta, entre otros, por EMBID IRUJO, J. M., “Artículo 240”, en ARROYO MARTÍNEZ, I./ EMBID

compañía frente a las demás al otorgamiento de la escritura pública, parece oportuno entender que el *dies a quo* será efectivamente el del último acuerdo de fusión de las sociedades participantes.

A continuación se analizan las posibilidades de considerar los diferentes actos jurídicos que integran la operación de fusión posterior a adquisición con endeudamiento como actos perjudiciales para la masa, indagando sobre los elementos que deben concurrir para que pueda tener lugar la subsunción normativa.

2.1. *El Merger Leveraged Buy-Out como acto perjudicial para la masa activa del art. 71.3 LC*

A la hora de incardinar la operación aquí considerada en alguno de los numerales del art. 71 LC, cabe distinguir, como se decía, entre los tres negocios que integran la operación. Así, en primer lugar, pueden considerarse los dos primeros de manera conjunta, como son, tanto la compraventa de acciones o participaciones o adquisición de activos, como el endeudamiento, cualquiera que sea el tipo de éste. En ambos casos nos encontramos ante un negocio de carácter oneroso, lo que excluye la aplicación de la regla de la presunción *iuris et de iure* del apartado segundo del citado precepto. No existiendo coincidencia con ninguno de los supuestos de presunción *iuris tantum* (art. 71.3 LC), cabe plantear que, en todo caso, si alguno de ambos negocios hubiese constituido un acto perjudicial para la masa activa⁹¹¹, será quien lo invoque –administrador concursal o, en su caso, determinados

IRUJO, J. M./ GÓRRIZ LÓPEZ, C. (Coords.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, Tecnos, 2009, pp. 2298-2311, p. 2299.

⁹¹¹ Véase ESCRIBANO GÁMIR, R. C., “El perjuicio en la acción...”, cit., p. 40.

acreedores⁹¹²- quien deba probar el perjuicio⁹¹³. En relación con el contrato de financiación, ha de tenerse en cuenta, en todo caso, que el inciso segundo del art. 71.3 LC plantea supuestos de constitución de garantías reales, pero no de endeudamiento, es decir, que responde a un negocio jurídico diverso. Además, en el mejor de los casos podría indicarse que sería la fusión la que constituiría la garantía del endeudamiento, pero si ya resulta alambicada su aceptación en relación con la prohibición de asistencia financiera, el hecho de que aquí se adjetive de real la garantía impide cualquier identificación de la modificación estructural en cuestión con la letra del precepto. A mayor abundamiento, la fusión en todo caso constituiría una garantía genérica de una deuda nueva, pero no preexistente, como exige la norma. Finalmente, y en cualquier caso, si la *target* hubiese establecido una prenda o hipoteca sobre alguno de los bienes de su propiedad en garantía del crédito contraído por el tercero –sociedad adquirente- para la compraventa de las acciones, nos encontraríamos ante vulneración evidente de la interdicción de auxilio financiero. No ocurriría lo mismo, por el contrario, si de una compraventa de activos se tratara.

Por lo que se refiere al apartado cuarto del art. 71 LC, cabe hacer, en este punto, algunas distinciones según los casos. Ha de tenerse en cuenta que la compañía que lleva a cabo ambas operaciones es la sociedad adquirente, de

⁹¹² Tal y como se deriva del art. 72.1 LC. Cabe pensar, en todo caso, que como consecuencia de la situación, sea más habitual que quienes invoquen la oportuna acción rescisoria concursal sean los *viejos* acreedores que hayan visto frustrados sus intereses como consecuencia de la fusión apalancada.

⁹¹³ Téngase en cuenta, en punto a la legitimación, SANCHO GARGALLO, I., “Reintegración de la masa del concurso: Aspectos procesales de la acción rescisoria concursal”, *RJC*, vol. 105, núm. 2, 2006, pp. 321-342, en particular, pp. 331-335; GULLÓN BALLESTEROS, A., “La acción rescisoria concursal”, en AA. VV., *Estudios sobre la Ley Concursal: libro homenaje a Manuel Olivencia*, vol. IV, Madrid, Marcial Pons, 2005, pp. 4125-4135, pp. 4130-4132.

lo que se sigue que, en todo caso, la rescisión operaría en los casos en los que fuera la sociedad adquirente la concursada. Habiéndose producido la fusión en todo caso con anterioridad a la declaración del concurso, parece lógico entender que tan sólo pudiese ser aplicable la regla en el supuesto de que la modificación estructural se hubiese sustanciado por absorción de la sociedad adquirente y no si hubiese tenido lugar por creación de nueva sociedad o por absorción de la *target*, dado que la personalidad jurídica de aquélla se habría extinguido. En cuanto a los elementos que han de concurrir en la situación descrita, el precepto requiere la prueba por parte de quien invoca la rescisión, lo que en el supuesto de autos pudiera manifestarse en un contrato de financiación con intereses usuarios o condiciones leoninas o en una compraventa en la que el precio abonado por la sociedad adquirente fuese muy superior al valor efectivo del objeto enajenado. Ello, como bien puede suponerse, no resultará tan evidente en los casos de *asset deal* porque, en último término, el líquido salido de la adquirente, habría entrado en la *target* y tan sólo podría aceptarse si hubiese sido entregado a través de dividendos a los socios de esta última.

Por lo que respecta a la fusión, se ha entendido que, en la medida en que constituyese una fórmula para hacer recaer el coste de la deuda contraída en el patrimonio de la sociedad *target*, se estaría realizando un acto “*dispositivo a título oneroso*”, en términos del primer inciso del art. 71.3 LC⁹¹⁴, que, en último término, estaría favoreciendo, en perjuicio de la sociedad *target*, a un sujeto determinado, como es la sociedad adquirente⁹¹⁵. Cabe plantearse, en

⁹¹⁴ Véase un análisis del precepto análogo en el que en buena medida se inspira, KIRCHHOF, H-P., “§ 133”, en KIRCHHOF, H-P./ LWOWSKI, H-J./ STÜRNER, R. (Hrsg.), *Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung*, München, C. H. Beck, 2008, pp. 662-689.

⁹¹⁵ Así lo han entendido CERDÁ ALBERO, F., “*Leveraged Buy-Out* y situaciones concursales...”, cit., p. 310; SÁNCHEZ-CALERO, J./ FERNÁNDEZ TORRES, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso...”, cit., p. 128; BEIGVEDER

este sentido, si tiene alguna relevancia que el beneficiario de dicho acto jurídico sea la compradora.

2.2. *La newco como persona especialmente relacionada con la concursada*

El inciso primero del art. 71.3 LC integra dentro de la categoría de presunciones *iuris tantum* de perjuicio aquellos actos que fueran realizados a favor de persona “*especialmente relacionada con el concursado*”. La interpretación de dicho concepto debe realizarse de manera sistemática, acudiendo al precepto del mismo cuerpo legal que la regula, art. 93 LC. Entre los sujetos que tienen la condición de tal, cuando el concursado sea persona jurídica, cabe hacer referencia a aquellos socios de la deudora que ostentaran más de un 5% del capital social en caso de sociedades cotizadas o más de un 10% el resto de compañías⁹¹⁶. Cabe analizar hasta qué punto la sociedad adquirente se encuentra en posición de ser considerada como persona especialmente relacionada, para lo que resulta conveniente distinguir entre los supuestos de compraventas de activos y adquisiciones del control. Por lo que

MONTERO, A., “Fusión apalancada, rescisión concursal...”, cit., pp. 365-366. En la doctrina alemana, EIDENMÜLLER, H., “Private Equity, Leverage und die Effizienz des Gläubigerschutzrechts”, *ZHR*, núm. 171, 2007, pp. 644-683 plantea en primer término un supuesto *iuris et de iure* (“*Schenkungsanfechtung*”), que se basaría en la regla del § 134 InsO, cuando no hubiese fusión posterior, sino que fuera un supuesto de garantía directa (pp. 671-672) –lo que en Derecho español supondría una vulneración evidente de la prohibición que no podría quedar enervada–.

⁹¹⁶ Una explicación de este supuesto dentro de los relativos a la persona “*especialmente relacionada con el concursado*” puede verse en GUASCH MARTORELL, R., “El concepto de persona especialmente relacionada con el deudor en la Ley Concursal”, *RDM*, núm. 254, 2004, pp. 1417-1453, concretamente, pp. 1423-1424, donde se traen a colación los antecedentes históricos y de Derecho comparado. Véase sobre la legislación alemana, SODOLKOWITZ, H. D./ BERGMANN, A., “§ 138”, en KIRCHHOF, H-P./ LWOWSKI, H-J./ STÜRNER, R. (Hrsg.), *Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung*, München, C. H. Beck, 2008, pp. 789-802.

respecta a los primeros, la fusión que tiene lugar con posterioridad a la enajenación endeudada de los bienes no puede ser rescindida en el sentido del art. 71.3 LC, puesto que el beneficiario de la modificación estructural no tiene la condición de socio que participa en el porcentaje indicado. Diverso es el caso de adquisición del control, puesto que, con independencia de las diferentes posibilidades que hemos otorgado al concepto de control en el Capítulo IV, lo cierto es que la sociedad adquirente siempre adquirirá una participación superior al 10% en la *target*⁹¹⁷.

El hecho de que intervenga una *tercera* sociedad en la fusión no parece ser óbice para que se produzca la indicada acción rescisoria, puesto que la compañía concursada es la resultante, en la que se habrían fundido las personalidades jurídicas de las tres sociedades. Lo que cabe plantearse es lo que debería ocurrir respecto de la *target* y la *tercera* sociedad, dado que la parte de la fusión que puede ser rescindida, en puridad, es la que afecta a la relación existente entre la adquirente y la sociedad objetivo, puesto que la primera es considerada persona especialmente relacionada con la segunda. En este sentido, la acción rescisoria deberá retrotraer la integración patrimonial derivada de la modificación estructural de la sociedad adquirente, quedando como una única sociedad la resultante de la fusión entre la *target* y la *tercera* sociedad.

⁹¹⁷ Cabe entender, con GUASCH MARTORELL, R., “El concepto de persona especialmente relacionada...”, cit., p. 1438 que en las acciones rescisorias, estos supuestos deben dar lugar, por lógica intrínseca, tan sólo a una presunción *iuris tantum*, habida cuenta de que, si bien puede haber cierta posibilidad de connivencia, ésta no necesariamente se ha de producir. El planteamiento, en este sentido, es perfectamente trasladable a las fusiones apalancadas. Véase, ampliamente, en relación con la aplicación del § 133 InsO, paralelo del art. 71.3 LC, en relación con el § 138 InsO (art. 93 LC), EIDENMÜLLER, H., “Private Equity, Leverage und die Effizienz...”, cit., pp. 676-677. Véase, entre nosotros, sobre la configuración en el Derecho alemán, LEÓN SANZ, F. J., “La finalidad y la estructura de la acción rescisoria (I)”, *ADCo*, núm. 11, 2007, pp. 53-104, concretamente, pp. 93-94.

Cabe traer a colación la discusión doctrinal relativa a la posibilidad de retroacción de las modificaciones estructurales, esto es, la problemática concerniente al hecho de que las fusiones puedan ser objeto de acciones de reintegración de la masa. Cabe indicar, en este punto, que la misma problemática surge en relación con la nulidad de la fusión, para lo que se establece un plazo que limita las posibilidades de retroacción de la modificación estructural (art. 47.2 LME). El mayor escollo, que lo constituye la seguridad del tráfico y, particularmente, la tutela de los terceros con los que hubiese contratado la sociedad resultante, puede salvarse recurriendo a la aplicación analógica que nos brinda el apartado tercero del precepto citado. De las deudas en las que se hubiese incurrido con posterioridad a la fusión responderían solidariamente las dos sociedades participantes una vez retrotraída la operación. Pudiera argumentarse en contrario, sin embargo, el hecho de que, mientras que el art. 47 LME establece un período temporal de tres meses, que para algunos de los legitimados para invocar la nulidad empieza a contar en un momento anterior a la propia inscripción en el Registro Mercantil, el art. 71 LC establece un plazo ocho veces mayor. Sin perjuicio de la amplia diferencia existente, no puede acogerse la postura, puesto que el precepto concursal no tiene como voluntad primordial la retroacción de modificaciones estructurales, sino la de actos de diversa naturaleza. El establecimiento de un plazo más extenso no tiene el mismo fundamento que el art. 47 LME, sino que tiene que ver con la proximidad en el tiempo como elemento determinante de un perjuicio objetivable para la masa activa.

En todo caso, el efecto de una rescisión de la fusión podría dar lugar, incluso, a que alguna de las sociedades participantes –singularmente la *target*– pudiera salir airosa del concurso e hiciese frente al repago de la totalidad de

la deuda, y ello sin perjuicio de que tuviera que responder, con carácter solidario, de las posibles obligaciones pecuniarias en las que hubiese incurrido la compañía resultante. El coste de la deuda contraída para la adquisición del control de la sociedad objetivo no sería soportado en último término por ésta.

3. La responsabilidad concursal

La segunda de las instituciones de Derecho Concursal que parece conveniente tomar en consideración es la responsabilidad de los administradores que tiene lugar en esta sede. La importancia que la misma reviste a los efectos del presente estudio trae causa de que, si tiene lugar una fusión apalancada económicamente inviable y la situación de insolvencia se manifiesta de manera prácticamente inmediata, la posible responsabilidad de los autores del proyecto y del informe de los administradores se reconduce a la existente en sede concursal. Exige el art. 172 bis LC⁹¹⁸ que para la imputación de responsabilidad al administrador de la persona jurídica concursada –sociedad resultante de la fusión– será necesario, en primer término, la declaración por parte del órgano judicial de concurso culpable en atención a las indicaciones de los arts. 164 y 165 LC. En segundo lugar, se deberá delimitar la parte proporcional en la que cada uno de los administradores hubiera contribuido a la generación o agravación de la

⁹¹⁸ Un breve análisis de lo que ha supuesto el establecimiento del art. 172 bis LC tras la reforma de la Ley 38/2011 y, en general, la responsabilidad por el déficit, en relación con la jurisprudencia recaída en relación con el precepto puede verse en MOYA YOLDI, J./ RUIZ RUBIO, M. C., “La naturaleza jurídica especial de la responsabilidad concursal por el déficit a la luz de los criterios de imputación objetiva contenidos en el artículo 172 bis de la Ley Concursal”, *RAD*, núm. 8, 2012, pp. 21-29. También, con anterioridad a su vigencia, GONZÁLEZ CABRERA, I., “La responsabilidad concursal de los administradores sociales ex art. 172 bis del proyecto de reforma de la Ley Concursal”, *RDCP*, núm. 15, 2011, pp. 355-365.

insolvencia, lo que determinará, a su vez, la cuantía pecuniaria que deban abonar en concepto de déficit concursal, esto es, la parte del monto total de lo no satisfecho a los acreedores como consecuencia de la situación concursal⁹¹⁹.

Por lo que se refiere a la calificación del concurso, la posible culpabilidad del mismo puede darse si se cumple alguna de las fórmulas que establece el texto legal y que, en esencia, se basa en el conocido sistema de triple peldaño⁹²⁰. En primer lugar, el apartado primero del art. 164 LC establece una cláusula general que incorpora dos elementos, como son, de un lado, la apreciación de dolo o culpa grave en la actuación de la persona jurídica o de diversos agentes que actúen en su nombre, entre los que se encuentran los administradores, y, de otro, “*la generación o agravación del estado de insolvencia*”. En segundo lugar, el art. 165 LC contiene una serie de presunciones *iuris tantum*, dado que admiten prueba en contrario, de concurrencia de dolo o culpa grave, supuestos todos ellos en los que tan sólo sería necesario probar la generación o agravación del estado de insolvencia por parte de quien deseara invocar la responsabilidad concursal. Finalmente, el apartado segundo del art. 164 LC contiene un elenco de casos tasados en los que no es necesario probar la concurrencia de ninguno de los elementos de la cláusula general, debiendo el órgano judicial calificar siempre de culpable el concurso.

⁹¹⁹ Explica MARÍN DE LA BÁRCENA GARCIMARTÍN, F., “Responsabilidad Concursal”, *ADCo*, núm. 28, 2013, pp. 103-157 cómo este remedio concursal tiene su razón de ser en la voluntad del legislador de paliar situaciones en las que se haya externalizado el riesgo empresarial, recayendo éste en los acreedores (pp. 105-106).

⁹²⁰ Véase QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La responsabilidad de los administradores concursales”, *RDGP*, núm. 7, 2007, pp. 17-38 y, con posterioridad, especialmente, ID., “La responsabilidad concursal tras la Ley 38/2011, de reforma de la Ley Concursal”, *RDGP*, núm. 18, 2013, pp. 51-66. Particularmente en el segundo de los trabajos, el autor expone de manera pormenorizada el sistema escalonado establecido legislativamente para la determinación de culpabilidad el concurso.

No siendo ésta la sede para considerar cada una de las antedichas presunciones, ni tampoco de los supuestos del art. 164.2 LC⁹²¹, cabe llamar la atención, en todo caso, sobre el primer numeral de este último precepto a los efectos de las situaciones de fusión apalancada. El mismo incluye tres supuestos diferenciados, siendo los dos primeros, el incumplimiento y la llevanza de doble contabilidad, que parecen casos evidentes, pero no necesariamente vinculados con la realidad de las fusiones del art. 35 LME. El tercero, por el contrario, se refiere a la existencia de “*irregularidad relevante para la comprensión de su situación patrimonial o financiera*”⁹²², que debe ponerse en conexión con la actuación de los administradores en relación con determinados documentos exigidos en el procedimiento de fusión. Si la situación “*patrimonial*” hace alusión al balance, que en el caso de la modificación estructural, como se exponía en el capítulo precedente, encuentra particularidades singulares, la irregularidad financiera podría constar en el propio informe de los administradores o incluso en el proyecto. Parece evidente su constancia en el primero por la necesaria elaboración de un plan económico y financiero que tenga en cuenta la totalidad de la deuda de la sociedad resultante de la fusión. Más difícil resulta el caso del proyecto, puesto que la referencia de los recursos y de los vencimientos lo es tan sólo a los de la deuda en la que se incurrió para la adquisición del control o de los activos. En todo caso, parece que una irregularidad en relación con la misma, indicando, a modo de ejemplo, que fueran necesarias cantidades de líquido inferiores a las reales, supondría tanto como advertir que habría más recursos disponibles para la satisfacción de los créditos del resto de los acreedores.

⁹²¹ Puede verse QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La responsabilidad concursal tras la Ley 38/2011...”, cit., pp. 53-55.

⁹²² Véase, últimamente, QUIJANO GONZÁLEZ, J., “Las irregularidades relevantes en la contabilidad como hecho de concurso culpable (STS 16.1.2012)”, *ADCo*, núm. 27, 2012, pp. 359-371.

Existen, sin embargo, dos elementos que restringen las posibilidades de declarar el concurso culpable en caso de fusión apalancada económicamente inviable. Por un lado, el hecho de que dicha irregularidad deba ser “*relevante*” parece imposibilitar que meras desviaciones, derivadas, en buena medida, de una prognosis más o menos adecuada, puedan dar lugar a tal calificación. Por otro, la idea de “*situación*” pudiera ser entendida como una realidad presente, con la consecuente dificultad de reputar incorrecta una valoración de futuro. Sin embargo, no puede ignorarse que cualquier elemento financiero debe atender, necesariamente, a una vertiente temporal, lo que lleva a pensar que cuando la norma legal hace mención a una situación financiera, ésta incorpora una relación de recursos y vencimientos que tenga en cuenta, al menos, el inmediato futuro. En todo caso, ambos elementos parecen indicar que las irregularidades que puedan constar en alguno de los documentos elaborados por los administradores deberán referirse a un horizonte temporal relativamente próximo y revestir una cierta envergadura.

Habiéndose declarado el concurso culpable, el art. 172 bis LC indica que para la imputación de responsabilidad a los oportunos sujetos, deberá atenderse a la relación existente entre la forma en que actuaron y la causación del daño consistente en el impago de parte del crédito a los acreedores⁹²³. En el caso que nos ocupa, resulta necesario tener en cuenta dos cuestiones fundamentalmente, que el legislador ha incluido en el primer y en el segundo inciso del apartado primero del art. 172 bis LSC. Por un lado, entre los hechos que el órgano judicial puede tener en cuenta para la determinación de la posible condena, se encuentran desde luego los documentos elaborados, a saber, proyecto e informe, pero también la valoración que hubiese hecho de

⁹²³ Sobre la cuestión, QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La responsabilidad concursal tras la Ley 38/2011...”, cit., pp. 60-62.

los mismos el experto en su informe, puesto que sólo así podrá tener una configuración fiable de la realidad acaecida en el momento en que se realizó el procedimiento de fusión. Por otro, si fueran varios los administradores, parece lógico entender que la participación en el daño será a partes iguales, con excepción del órgano colegiado en el que alguien hubiese votado en contra.

Cabe plantear, finalmente, la relevancia que pudiera tener la regla del art. 172.3 LC, que permite la imputación de responsabilidad a los cómplices de los administradores en caso de que hubiesen participado en alguno de los actos por los que se hubiese calificado como culpable el concurso⁹²⁴. La consecuencia, como es sabido, no resultará tan gravosa como para los administradores, puesto que no consistirá en la participación en el abono del déficit, sino en una indemnización de daños y perjuicios que no tenga necesariamente un monto de tal envergadura ni responda a la finalidad del remedio del art. 172 bis LC. Improbable resulta su aplicación a los socios de la concursada y, concretamente, al que pudiera haber actuado en connivencia con los administradores, esto es, la sociedad adquirente, dado que su conducta, en todo caso, no habría sido manifiesta más allá del voto a favor del acuerdo de fusión en la Junta General. De mayor interés resulta la posible responsabilidad de los expertos independientes en caso de que, incumpliendo su *lex artis*, hubieran valorado favorablemente una operación de fusión apalancada económicamente inviable. Parece que una actuación en tales términos vendría a cumplir lo previsto en el art. 166 LC, ya que el documento elaborado por el experto habría servido para formar la voluntad de los socios, que habrían emitido su voto en sentido positivo.

⁹²⁴ Véase, en términos generales, ALCOVER GARAU, G., “La calificación concursal y los supuestos de complicidad”, *RDCP*, núm. 8, 2008, pp. 133-138.

IV. ASPECTOS TRIBUTARIOS

Una consideración del régimen fiscal de las fusiones apalancadas supone analizar un aspecto que excede del grupo de remedios jurídico-privados y, por tanto, de la propia lógica de la operación que culmina con la modificación estructural. Sin embargo, cabe traer a colación las cuestiones de índole tributaria por cuanto de relación pueden tener con los elementos puramente societarios⁹²⁵. En concreto, se plantea la posibilidad de generación de incentivos perversos, precisamente, al poner a disposición del contribuyente un régimen de neutralidad que lo que pretendía era lo contrario cuando de modificaciones estructurales se trata. La generación de ahorros fiscales que no se producen como consecuencia de una operación con las oportunas motivaciones empresariales debe dar lugar a la no aplicación del régimen especial de fusiones y otras figuras de índole similar de la LIS. Resulta oportuno, a tal efecto, analizar la posible relación existente entre la falta de una motivación empresarial a efectos fiscales y para la configuración de la disciplina de la LME.

⁹²⁵ La relación entre Derecho mercantil y fiscal ha sido constatada desde antiguo por la doctrina. En tal sentido, URÍA GONZÁLEZ, R., “Derecho fiscal y Derecho mercantil. Sus influencias recíprocas”, *AAMN*, núm. 2, 1944, pp. 269-291 entendía que se trataba, a la sazón, de una rama nueva del ordenamiento que, en la medida en que se producían manifestaciones de capacidad económica, reguladas por otro lado por el Derecho mercantil, ésta hacía su aparición (p. 273). Ello daba lugar a una mutua vinculación entre normas mercantiles y fiscales, que generaba préstamos conceptuales. Recoge una serie e ejemplos VICENT CHULIÁ, F., “Introducción general a las relaciones entre el Derecho mercantil y el Derecho fiscal”, *HPE*, núm. 94, 1985, pp. 79-110.

1. El régimen de fusiones del Impuesto sobre Sociedades

Las operaciones de fusión han quedado sujetas en la legislación sobre el impuesto sobre sociedades a una regla de neutralidad, que ha constituido una constante desde la Directiva 90/434/CEE, más tarde modificada por la Directiva 2005/19/CE y, finalmente, incorporada en la Directiva 2009/133/CEE. En este sentido, la regulación establecida por la vigente LIS de 2014, como ya lo hacían los preceptos homónimos de su predecesora, recoge en un Capítulo VII en el Título VII⁹²⁶ una serie de previsiones que suponen una excepción al régimen general de la regla de valoración de supuestos de transmisiones lucrativas y societarias (art. 17 LIS). El llamado régimen especial de fusiones, que se encuentra en los arts. 76 a 89 LIS tiene por objeto evitar cualquier incentivo a favor o desventaja que induzca a las partes intervinientes a no llevar a cabo la fusión⁹²⁷. En este sentido, un favorecimiento fiscal daría lugar a situaciones de alta concentración empresarial, lo que podría significar una afección de la competencia en el mercado, con el evidente perjuicio para competidores y consumidores. Por el contrario, una penalización indirecta de este tipo de operaciones podría tener como consecuencia que muchas no tuvieran lugar, con la consiguiente pérdida de posibles sinergias.

En concreto, la aplicación del art. 17 LIS (apartados 4d), 5 y 9) supone la necesidad de incluir en la base imponible del impuesto sobre sociedades la

⁹²⁶ Cuya rúbrica reza: “Régimen especial de las fusiones, escisiones, aportaciones de activos, canje de valores y cambio de domicilio social de una Sociedad Europea o una Sociedad Cooperativa Europea de un Estado miembro a otro de la Unión Europea”.

⁹²⁷ Sobre la cuestión, PÉREZ BUSTAMANTE, D., “Régimen fiscal de las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. Análisis de la divergencia entre la categorización tributaria procedente del Derecho Comunitario y la reciente reformada categorización mercantil”, *PSF*, núm. 101, 2011, pp. 19-30.

plusvalía generada por la diferencia entre el valor de mercado y el fiscal (de origen) de los elementos patrimoniales, lo que en todo caso implica un sobrecoste de carácter fiscal⁹²⁸. Es por ello que el régimen general queda exceptuado en la práctica totalidad de los supuestos de fusión, por mor de la indicación del art. 76 LIS, cuyos supuestos enumerados coinciden en buena medida con la delimitación de los arts. 22 y 23 LME, pero que pudieran encontrar diferencias respecto de alguno de los supuestos simplificados de la LME⁹²⁹, que pueden tener particularidad en la fusión apalancada. En cualquier caso, el hecho de que se incorpore en la letra c) del art. 76 LIS una referencia a las fusiones por absorción de sociedad íntegramente participada (art. 49 LME) parece dar a entender que los casos particulares considerados podrán beneficiarse del régimen especial⁹³⁰.

2. La excepción del régimen

La excepción del régimen de la fusión supone la valoración de los bienes transmitidos como consecuencia de la integración de patrimonios de la fusión al mismo valor que constaran en el balance de la sociedad interviniente en la fusión, tal y como establece el art. 78 LIS. De esta manera, se evita la situación descrita, permitiendo que la decisión sobre si la fusión ha de tener lugar no sea supeditada a condicionamientos tributarios, sino que tenga su

⁹²⁸ Véase JUNQUERA TEMPRANO, A., “El régimen fiscal especial de fusiones y la Ley de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles”, *EF*, núm. 273, 2010, pp. 70-75, p. 70.

⁹²⁹ Véase CALDERÓN PATIER, C./ BARRUSO CASTILLO, B., “Aspectos fiscales y mercantiles de las operaciones de fusión en España”, *RDM*, núm. 285, 2012, pp. 213-229, concretamente, pp. 218-219.

⁹³⁰ Con todo, no parece oportuno entender que deba existir una suerte de equivalencia entre conceptos mercantiles y fiscales, como ha sostenido alguna voz (PRADA LARREA, J. L., “Consecuencias fiscales del Impuesto sobre Sociedades de la nueva Ley de Modificaciones Estructurales”, *RTT*, núm. 86, 2009, pp. 21-53, concretamente, p. 26).

fundamento únicamente en razones de índole económico-empresarial. Pese a todo, las fusiones apalancadas, por su fisionomía, incorporan elementos, como son el negocio de adquisición y el de endeudamiento que permiten la utilización torticera o espuria, generando ahorros fiscales inexistentes. Procede indagar en qué ocasiones se producen estas situaciones, así como cuáles han de ser los criterios que permitan dilucidarlas.

2.1. *El fraude o la evasión fiscal*

La aludida utilización del régimen especial de fusiones de la LIS de manera contraria a Derecho tiene que ver, en primer lugar, con el hecho de que la modificación estructural venga precedida por una adquisición. A efectos de la consolidación contable, como es sabido, cuando se produce una adquisición del control que dé lugar a una de las situaciones del art. 42 CCom, si el precio pagado por la sociedad adquirente es superior al valor del neto patrimonial de la *target*, la primera debe consignar una partida en su activo por la diferencia de valoración, el fondo de comercio⁹³¹. Con el objetivo de evitar la doble imposición, el régimen especial de la LIS permite la amortización del llamado fondo de comercio de fusión en caso de que una de las sociedades que se hubiesen fusionado hubiese adquirido con anterioridad a la modificación estructural, al menos, un 5% del capital social (art. 82.1 LIS). Por su parte, el contrato de financiación da lugar, como ha habido oportunidad de exponer en capítulos anteriores, a la obligación por parte del

⁹³¹ El concepto de fondo de comercio es, en principio, de carácter contable, pese a que para el tratamiento del mismo en tanto objeto del comercio se ha producido una relevante consideración doctrinal. Véase, de manera paradigmática, MORRAL SOLDEVILA, R., “El régimen jurídico del fondo de comercio. Referencia al arrendamiento de empresa”, *RJC*, vol. 92, núm. 4, 1993, pp. 973-984; HERNANDO CEBRIÁ, L., “La transmisión de la empresa a través de distintos contratos (Especial referencia a la Sentencia del Tribunal Supremo, de 8 de abril de 2000)”, *RDM*, núm. 242, 2001, pp. 1871-1939.

deudor –sociedad adquirente y, más tarde, resultante- de devolver tanto la cantidad prestada, como los posibles intereses o comisiones, que constituyen gastos financieros, por principio deducibles de la base imponible del tributo en cuestión.

La problemática se genera cuando en la operación no hay verdaderamente una voluntad de llevar a cabo una fusión con el fin de generar sinergias reorganizativas, sino que mediante la oportuna ingeniería societaria, se lleva a cabo una compraventa de empresa cuyo patrimonio sea prácticamente inexistente por un precio muy superior al real y para el cual se cuente con una financiación externa que exija el abono de intereses. La base imponible se reduciría artificialmente gracias, tanto al fondo de comercio de fusión, como a los indicados gastos financieros. Tales casos han sido tenidos en cuenta por el legislador, que ha establecido en el art. 89.2 LIS, último de los que integran el régimen especial, una suerte de cláusula de cierre en la que se advierte de que no será de aplicación la disciplina especial para fusiones en los casos en los que la operación “*tenga como principal objetivo el fraude o la evasión fiscal*”. Así, la regla que primará será la contenida en el art. 17 LIS⁹³².

2.2. *Los motivos económicos válidos*

El art. 89.2 LIS indica a renglón seguido que no será aplicable el régimen especial de fusiones en los casos en los que la operación no cuente con

⁹³² Cabe plantearse, en todo caso, la razón por la cual el legislador, al contrario que con anterioridad a la nueva LIS de 2014, haya optado, además de reproducir la regla del art. 89.2 LIS, por establecer indicaciones en algunos preceptos que integran el régimen especial en los que se dispone, concretamente, la necesidad de aplicar el art. 17 LIS. Paradigmáticamente, arts. 78.3 y 79.II LIS.

“*motivos económicos válidos*”⁹³³, que supone el entendimiento por parte de la norma de que todo supuesto en el que no haya unos objetivos empresariales, deberá entenderse como fraudulenta. El hecho de que se trate de una especificación parece dar a entender que la ausencia de motivos económicos válidos constituye una presunción, probablemente *iuris et de iure*, de fraude fiscal, a no ser que se interprete en términos laxos. Así las cosas, dada la divergencia en el objeto de regulación de ambas normativas, la fiscal y la societaria, la relevancia tan sólo relativa de las razones y los objetivos a consignar en el informe de los administradores en el sentido dispuesto por el art. 35 LME parece dar a entender un tratamiento divergente de ambas ramas del ordenamiento. En este sentido, mientras que la indicación meramente generalista no supondrá necesariamente la consideración de inviabilidad económico-financiera de la fusión por parte del experto independiente, puesto que lo verdaderamente capital será la posibilidad de devolución de la totalidad de la deuda, en el caso de inexistencia de motivación empresarial, será de aplicación la regla del art. 89.2 LIS y, consiguientemente, el régimen del art. 17 LIS.

V. RECAPITULACIÓN

Los posibles remedios y demás consecuencias derivadas o aplicables a las situaciones de fusiones apalancadas fraudulentas o económicamente inviables son de diversa índole y han sido tomadas en consideración a lo largo del presente capítulo. Se trataba de analizar las posibilidades de los diferentes sujetos económicos involucrados de proveerse de la oportuna tutela mediante el mecanismo legal adecuado. Así, frente a las soluciones de Derecho

⁹³³ Para un análisis de lo que el concepto de “*motivos económicos válidos*” debe suponer, véase PALAO TABOADA, C., “Los “*motivos económicos válidos*”...”, cit.

societario y contractual, de invocación relativamente próxima al momento en el que tiene lugar la fusión, el recurso a instituciones de Derecho Concursal opera en situaciones en las que la imposibilidad de continuación de la actividad económica ya se ha verificado. Los aspectos tributarios, finalmente, responden a un fundamento diferente, puesto que tienen como objetivo evitar que se generen ahorros fiscales fraudulentos en la operación considerada.

Para el adecuado estudio, resulta oportuno diferenciar entre los tres negocios que componen la operación, a saber, de financiación o endeudamiento, de compraventa y de fusión. Los dos primeros no se encuentran constreñidos por normas societarias de carácter imperativo; ninguna se ve afectada por la prohibición de asistencia financiera, dado que, como se ha entendido, ésta sólo afecta al negocio de asistencia y no al negocio financiado (la adquisición), como tampoco a la parte dependiente de un tercero en caso de que la asistencia sea en forma de garantía –financiación-. Parece lógico entender, sin embargo, que se establezcan las oportunas medidas para su terminación en caso de que no tenga lugar la modificación estructural con la que se culmina. Así, en ambos casos se plantea la posibilidad de establecer condiciones resolutorias consistentes en el no acaecimiento de la fusión, tales como la no adopción del acuerdo que perfecciona la modificación estructural, su no inscripción en el Registro Mercantil o posterior declaración de nulidad. El establecimiento de cláusulas de cambios adversos relevantes, especialmente en el contrato de financiación parece sensato tan sólo en la medida en que se exija una mayor capitalización de la operación, esto es, una mayor utilización de fondos propios por parte de la sociedad adquirente. No resulta del todo procedente un incremento del precio –del coste de financiación-, puesto que ello no redundará sino en un incremento del riesgo de *default*. Finalmente, la transitoria situación de

iliquidez derivada de la resolución del negocio de financiación y la subsistencia del de compraventa puede paliarse a través, bien, en caso de *share deal*, del recurso al crédito concedido por la *target*, que ahora es dependiente, y siempre con sujeción a las limitaciones del Derecho de grupos, bien mediante la enajenación de los títulos o de los bienes en el mercado.

Las posibilidades impugnatorias de la fusión quedan restringidas por la voluntad de continuación de la modificación estructural en aras de la seguridad del tráfico y por las dificultades que tiene la retroacción de la misma. En el caso español tiene lugar por la incorporación de un plazo de caducidad de tres meses para el ejercicio de la acción de nulidad (art. 47 LME), mientras que en el italiano queda prohibida cualquier impugnación según el art. 2504 quater Cc. En caso de que quede vedada la impugnación, siempre quedará la medida resarcitoria. La posibilidad de invocar la ineficacia del negocio difiere según ésta tenga lugar antes o después de la inscripción en el Registro Mercantil. En el primer caso, además de la vulneración de los preceptos legales de la LME y, en concreto, de su art. 35, parece lógico entender que una inviabilidad económica de la operación advertida por el experto independiente supondrá la no enervación de la prohibición de asistencia financiera y, consiguientemente, la contravención de norma legal imperativa (arts. 150 y 143.2 TRLSC). En el mismo sentido, el principio de conservación de la empresa, que parece subyacer en el art. 35 LME, por la voluntad del legislador de favorecer la continuación de la actividad económica, puede entenderse como elemento integrante del orden público cuya vulneración constituiría base jurídica para la impugnación de acuerdos societarios de conformidad con el art. 206 TRLSC. Con posterioridad a la inscripción, sin embargo, no se podrá tener en cuenta la prohibición de asistencia financiera, que no impedirá la validez de la fusión, puesto que no

existe especificación alguna respecto de la misma en el art. 35 LME y el art. 47 LME no contiene distinción alguna en este sentido. Será tan sólo la vulneración del primero de los preceptos la que conlleve la nulidad de la modificación estructural, siendo ésta, bien la ausencia de alguno de los elementos informativos requeridos en los numerales del art. 35 LME, bien la falta de razonabilidad advertida por el experto independiente. La falta de consideración de este segundo elemento supondría el vaciamiento del precepto, dado que la información contenida en el informe de experto podría ser ignorada sin consecuencia alguna por un posible socio mayoritario que no requiriese del voto del resto de socios para adoptar el acuerdo de fusión. Las razones empresariales no podrán ser fundamento en tal sentido en ningún caso.

Para el ejercicio de las acciones de impugnación de acuerdo y de nulidad de la fusión se encontrarán legitimados socios, acreedores y administradores. Los primeros serán fundamentalmente los minoritarios, con exclusión de aquéllos que no ostentaran la condición de socio en el momento de adopción del acuerdo (art. 206.1 TRLSC), salvo que adujeran que éste es contrario al orden público. Los acreedores la tendrán por lo advertido en el antedicho precepto. Finalmente, los administradores podrán impugnar si formaran parte de un órgano colegiado y hubiesen votado en contra de la versión final del proyecto y del informe. Por lo que se refiere a la legitimación pasiva, ésta diferirá tanto según el momento en el que se produzca, como dependiendo del vicio en el que se fundamente. Si la impugnación tuvo lugar con posterioridad a la inscripción en el Registro Mercantil, en todo caso será la sociedad resultante, mientras que si fuera con carácter previo, se deberá diferenciar según si el tipo de vicio afectara al acuerdo o a la fusión, siendo en el primer caso la sociedad participante la legitimada pasiva y, en el segundo, la

resultante de la modificación estructural. En cuanto al *dies a quo*, el art. 47 LME advierte de que tendrá lugar en el momento en que la fusión sea oponible a quien invoque la invalidez, lo que supone que se trate de la inscripción en caso de terceros y de la concurrencia de los acuerdos en el de los socios. La utilización de medidas cautelares ante demandas de nulidad cuya resolución judicial vaya a tener lugar previsiblemente en un momento temporal posterior a la inscripción en el Registro Mercantil deberá tener en cuenta el *fumus boni iuris* y el *periculum in mora*, que se manifiestan en la consideración del experto en su informe. La falta de razonabilidad hace suponer que la fusión es nula, por lo que habría apariencia de buen derecho, y que va a dar lugar a una situación de insolvencia, por lo que el transcurso del tiempo puede tener consecuencias dramáticas.

En el procedimiento de fusión pueden acontecer diversas cuestiones de relevancia para la fusión apalancada. Un voto en contra de la modificación estructural por parte de la Junta General incluso en el supuesto de que el experto hubiese entendido que las consideraciones de los administradores eran razonables no podrá considerarse contrario al interés social, a no ser que hubiese habido un beneficio paralelo para alguno de los socios, y exigirá la repetición del procedimiento. Los controles notarial y registral (arts. 45 y 46 LME) deberán tener en cuenta la información exigida por el art. 35 LME, impidiendo la elevación a público o la inscripción en el Registro Mercantil en caso de ausencia de alguno de los elementos informativos añadidos exigidos por el citado precepto o si se hubiese advertido la absoluta inviabilidad económica de la fusión. No se aplicará la regla en caso de advertir la existencia de asistencia financiera en el informe de experto, en la medida en que, de lo contrario, la gran mayoría de las fusiones quedarían imposibilitadas.

Tanto el registrador, como el órgano judicial, podrán declarar la nulidad de la fusión, en su caso, por vulneración de la labor de control por parte del notario o del registrador, en la medida en que constituyen contravenciones de preceptos de la LME. La fundamentación en la vulneración del derecho de información, con invocación del art. 39 LME, por su parte, podrá lugar a la nulidad, pero no agota las posibilidades, en la medida en que no tiene en cuenta la posible advertencia de falta de razonabilidad por parte del experto. Igualmente posible parece la referencia al derecho de oposición de acreedores (art. 44 LME), que también podrá ser objeto de control judicial en tanto que hubiese sido vulnerado.

Si la invocación de la nulidad de la fusión no fuese posible, cabe plantear la existencia de responsabilidad de los administradores por su actuación en la elaboración de la documentación que el art. 35 LME exige. Se tratará, en todo caso, de una acción social de responsabilidad, puesto que el daño que se pueda producir tendrá lugar en la sociedad resultante y no en determinados sujetos económicos, que tan sólo se verán afectados de manera indirecta. La única excepción la constituye la posible vulneración del derecho de oposición de los acreedores del art. 44 LME. La legitimación para el ejercicio de la acción será de la sociedad resultante, pero siendo conscientes de la improbabilidad de que el socio mayoritario colabore en la adopción de un acuerdo en la Junta General en el sentido del art. 238 TRLSC, serán los socios minoritarios (como legitimados directos o subsidiarios) y los acreedores, los que dirijan las correspondientes acciones judiciales siempre que se cumplan los requisitos de los arts. 239 y 240 TRLSC.

La actuación de los administradores que deba estimarse relevante a los efectos de la imputación de responsabilidad deberá ser aquella que, como indica el art. 236 TRLSC, sea contraria a la ley o a alguno de los deberes

propios de los administradores. En este sentido, el incumplimiento en la incorporación de alguno de los elementos informativos requeridos por el art. 35 LME constituirá una vulneración legal evidente. En el caso de que se produzca cierta connivencia entre el socio mayoritario y el administrador y a resultas de la misma se plantee una fusión apalancada económicamente inviable, se entenderá vulnerado el deber de lealtad (art. 227 TRLSC). Finalmente, el deber de diligencia (art. 225 TRLSC) queda en buena medida limitado por la aplicación de la regla de la discrecionalidad empresarial (art. 226 TRLSC) o *business judgment rule*. Sin embargo, si en la elaboración de la documentación y, particularmente, el plan económico y financiero no se hubiese tenido en cuenta la información suficiente o el procedimiento adecuado, será posible la imputación de responsabilidad. En concreto, esto se manifiesta en la apreciación por parte del experto independiente de la razonabilidad de la propuesta de los administradores, que tendrá que adecuarse a los datos obrantes en la documentación contable y financiera de la sociedad y en la utilización de una metodología adecuada. La responsabilidad, en todo caso, será personal, por lo que si el órgano de administración fuera colegiado, aquél de sus miembros que hubiese votado en contra de la adopción de un determinado documento quedará exonerado.

La actuación relevante será la que genere un daño en la sociedad consistente en una suerte de despatrimonialización que dé lugar a una imposibilidad de continuación de la actividad económica de la sociedad, frustre la expectativa de dividendo de los socios e impida la satisfacción de los créditos de los acreedores. No se tendrá en cuenta, sin embargo, aquél que se hubiese producido como consecuencia de un determinado escenario económico adverso, por lo demás, advertido como posibilidad futura en el informe de los administradores. En términos de causalidad, resulta difícil

delimitar la relación entre la actuación de los administradores y el daño producido por la extensa distancia temporal existente entre un momento y el otro y las actuaciones externas que puedan tener incidencia en el mismo. El informe de los expertos independientes podría advertir de la falta de razonabilidad de lo consignado por los administradores y, sin embargo, haber sido adoptado el acuerdo por parte de la Junta General. En este sentido, el art. 236 TRLSC entiende que la adopción de cualquier acuerdo que convalide la actuación del administrador no dará lugar a exoneración de responsabilidad. Esto tiene su lógica, especialmente, si se piensa que en supuestos de sociedades con capital relativamente concentrado, como ocurre en el caso presente, en el que, si nos encontramos ante un *share deal*, la sociedad adquirente es el socio de control, el alineamiento de intereses entre el socio mayoritario y el administrador es evidente. Finalmente, el control sólo formal de la fusión por parte del notario y el registrador no debe ser fundamento suficiente para la exoneración, en la medida en que, precisamente, es de carácter formal.

Las instituciones de Derecho Concursal que pueden resultar de aplicación tendrán virtualidad en caso de producirse una situación de impago, sea efectivo o inminente, que afecten a diversos créditos a cuyo repago estuviese obligada la sociedad resultante. Si la declaración del concurso la insta alguno de los acreedores, podrá ser característica de esta situación la enajenación de activos, incluso estratégicos, de manera “*apresurada o ruinosa*”. Para la aplicación de acciones rescisorias concursales debe diferenciarse entre los negocios que preceden a la fusión, a saber, la financiación y la compraventa, y la modificación estructural en sí misma. Si los primeros, en todo caso, y no sin dificultades obvias, se reconducirían a supuestos del art. 71.4 LC, en el que quienes ejercitaran la acción deberían probar el perjuicio, la fusión puede

subsumirse en uno de los supuestos de presunción *iuris tantum* del apartado tercero del mismo precepto. Se entiende que como ésta sucede a una previa adquisición del control, en la que, necesariamente, la adquirente participará en la *target* en más de un 10%, la *newco* será entendida como persona especialmente relacionada a los efectos del art. 93 LC. Pese a las dificultades de retroacción de una modificación estructural, parece procedente permitir la reintegración de la masa, a no ser que la previa adquisición fuese de activos, dado que no se cumpliría uno de los elementos del supuesto de hecho normativo. La rescisión parcial de la fusión parece posible en el supuesto de que en la misma hubiese intervenido también una tercera sociedad, dado que sería tan sólo la adquirente la que se desgajaría de la resultante.

En cuanto a la responsabilidad concursal, parece que la declaración de concurso culpable puede tener su fundamento en el supuesto del art. 164.2 LC, de irregularidad relevante en la definición de la situación patrimonial o financiera, en la medida en que a los administradores se les exige, según el art. 35 LME, la elaboración de un plan económico y financiero. Para la aplicación del art. 172 bis LC se deberá, no obstante, atender a lo redactado en la documentación elaborada por los administradores y al hecho de que alguno pudiera haber planteado reservas en caso de que se tratara de un órgano colegiado. Finalmente, si se apreciara algún tipo de connivencia con los expertos independientes, podría exigirse la oportuna responsabilidad por su condición de cómplice, en concordancia con el art. 172.3 LC en relación con el art. 166 LC.

Las cuestiones de índole tributaria que puedan afectar a la fusión apalancada no se encuentran en relación directa con la tutela de los sujetos económicos afectados, más allá del interés de la Hacienda Pública. En todo caso, resulta relevante en la medida en que puede encontrar interrelaciones

con determinados aspectos societarios. En particular, la aplicación del régimen de neutralidad fiscal de las fusiones (arts. 76 y ss. LIS) del Impuesto sobre Sociedades, que tiene por objeto evitar incentivos de cualquier tipo en la decisión sobre la necesidad de llevar a cabo una modificación estructural de estas características, queda en entredicho. El hecho de que la fusión venga precedida de un negocio de endeudamiento y otro de adquisición supone que puedan ser deducidos el fondo de comercio y los gastos financieros asociados a la deuda. La voluntad de fraude fiscal y, en concreto, la inexistencia de “*motivos económicos válidos*” dará lugar a la inaplicación del régimen beneficioso, restringiéndose al general del art. 17 LIS.

SCHLUSSFOLGERUNGEN IN THESENFORM

I. BEZÜGLICH DER ÖKONOMISCHEN GRUNDSÄTZE BEI *LEVERAGED BUY-OUTS*

1. *Leveraged Buy-Outs* können in unterschiedlicher Art auftauchen. Bei denen geht es um einen fremdfinanzierten Unternehmenskauf, bei dem die Kosten der Verschuldung an die Zielgesellschaft übertragen werden. Es gibt daher zwei verschiedene Rechtsgeschäfte, die dazwischenkommen. Beim Darlehen oder Verschuldungsgeschäft ist ein Dritter derjenige, der mit Liquidität den Erwerber versorgt. Beim Kaufvertrag, der gewohnheitsmäßig als *share deal* gestaltet wird, veräußern die ehemaligen Gesellschafter die Aktien oder GmbH-Anteile an die Erwerbsgesellschaft. Die Anwendung einer Gesellschaft kann wegen der Haftungsbeschränkung und der Möglichkeit, sich mit dem *target* zu verschmelzen, erklärt werden.

2. *Leveraged Buy-Outs* können als bloße Unternehmenskäufe oder durch mehrstufige Erwerbsmodelle auch mit einer nachträglichen Verschmelzung enden. Es kann auch der Fall eintreten, dass der Erwerber ein *Private Equity Fund* ist. Möglich ist jedoch auch, dass der Käufer entweder aus den Vorstandsmitgliedern oder aus den Arbeitnehmern besteht.

3. Die Finanzierungsstruktur einer von einem *Private Equity Fund* neugegründeten Erwerbsgesellschaft (sogenannte *newco*) besteht normalerweise aus drei differenzierten Teilen, die zusammengestellt dem

Kaufpreis entsprechen. Eigenmittel betragen nur 20% der Gesamtheit, während der Rest aus verschiedenartiger Verschuldung bezahlt wird. Teilweise besteht sie aus *senior debt* oder aus besicherte Darlehen; teilweise, aber, wird die Akquisition durch *junk bonds* oder *mezzanine debt* finanziert. Das Ausfallrisiko wird bei den letzten durch höhere Zinsen ausgeglichen, bei den anderen werden *covenants*, Bürgschaften oder andere Gewährleistungen angewandt.

4. Wenn die Erwerbsgesellschaft sich im selben Wirtschaftszweig wie die Zielgesellschaft befindet, ist Objektiv der Transaktion, sowohl Synergien als auch größenbedingte Kosteneinsparungen zu erzielen . Wenn es, zum anderen, der Fall einer Investition durch eine Erwerbsgesellschaft, die von einem *Private Equity Fund* neugegründet wurde, ist, wird eine suboptimale Leistung durch eine Neugestaltung sowie die Veräußerung von unbenötigten Aktiva und die Erhaltung besserer Ergebnisse dabei angestrebt. Sollte es als *Management* oder *Employee Buy-Out* auftreten, dann kann man sämtliche *agency costs* erniedrigen. Letzendlich kann das Geschäft der Refinanzierung dienen.

5. Neben dem Haupausfallrisiko, das durch eine unsorgfältige Beachtung der Gesellschaftsliquidität auftauchen kann, müssen die Missbräuche der Vorstandsmitglieder angedeutet werden. Letzendlich kann man die mögliche Manipulation des Börsenkurses nicht außer Acht lassen .

II. BEZÜGLICH DER HISTORISCHEN ENTWICKLUNG DES VERBOTS DER FINANZIELLEN UNTERSTÜTZUNG

6. Die erste große Besorgnis um die wirtschaftlichen Effekte der *Leveraged Buy-Outs* tauchte in der Zeit nach dem Ersten Weltkrieg auf. Die gewerbliche Wiedenumwandlung führte zu einer Vermehrung der Gesellschaftsübernahmen (“*Takeovers*”) im Vereinigten Königreich, die in großem Maße fremdfinanziert wurden und zu einer Wirtschaftskrise führten.

7. Der englische Gesetzgeber kam 1929 zum Schluss, dass die erwähnten Geschäfte gegen den Geist der *ultra vires*-Doktrin verstoßen würden. Diese sei nach dem Fall *Trevor v. Whitworth* für Tätigkeiten, beispielsweise für den Erwerb eigener Aktien, die nicht im *memorandum of association* standen, eingeführt worden. Bei *section 45* der damaligen *Companies Act* wurde das erste Verbot der finanziellen Unterstützung zum Erwerb eigener Aktien bei Dritten eingeführt.

8. Nach dem Fall *Re V. G. M. Holdings Ltd.*, bestand die Frage, ob das Verbot auch bei Zeichnungen und nicht nur bei Käufen Anwendung finden sollte. Analogisch gab es keinen Raum für eine solche Rechtsfolge. Jedoch wurde offensichtlich, dass ökonomisch ähnliche Effekte auftraten. Deshalb kam es zu einer ersten Veränderung des Vorschrifteninhalts. Sowohl Zeichnungen als auch Konzernfälle sollten ab der *Companies Act 1948* unter dem Anwendungsbereich fallen.

9. Die strenge Gestaltung des Verbots im englischen Recht kam aber nicht unbeachtet. Was den Tatbestand anging, wurde der Schwerpunkt im Bericht des *Jenkins Committee* bei der Breite des Anwendungsbereichs gelegt. Dabei wurde vorgeschlagen, das Verbot zu lockern, indem es zu einer Entscheidung der Hauptversammlung durch qualifizierte Mehrheit kommen sollte. Um die zu treffen, sollte ein Bericht über die Bewilligung der finanziellen Unterstützung angefertigt werden. Kritisiert wurde zunächst, dass die Rechtsfolge ungeeignet sei, da es weder dem Gläubiger- noch dem Minderheitsaktionärschutz diene.

10. Der Bericht des *Jenkins Committee* hatte keine direkte Folge im englischen Recht. Erst in den achtziger Jahren wurde eine Lockerung des Verbots benötigt. Nach dem Fall *Belmont Finance Corporation v. Williams Furniture* wurde entschieden, dass es bei Gesellschaftsgeschäften, bei denen Treu und Glauben (“*good faith*”) zusammenwirke und es einen *larger purpose* gäbe, das Verbot entfallen sollte. Die Bewilligung der finanziellen Unterstützung könnte dabei nur aus ausschüttungsfähigen Gewinnen (“*distributable profits*”) stammen.

11. Der ursprüngliche Entwurf der Zweiten gesellschaftsrechtlichen EG-Richtlinie enthielt Vorschriften bezüglich des Erwerbs eigener Aktien; keine Norm hinsichtlich der finanziellen Unterstützung war dabei zu finden. Es war erst beim Eintritt des Vereinigten Königreichs, dass dieselbe eingeführt wurde.

12. Die vorgeschlagene Gestaltung der englischen Vertreter wurde aufgrund der Breite des Anwendungsbereichs und ihrer Komplexität nicht

eingestellt. Stattdessen wurde eine vereinfachte Version als Niederschrift ausgewählt. Bei derselben hatte das Verbot keine Generalklausel. Die unterschiedlichen Fälle –Darlehen, Vorschuss und Sicherheit- wurden, jedoch, wie auch die Ausnahmen bezüglich des Erwerbs von Aktien der Kreditinstitutionen und des Aktienkaufs von Arbeitnehmern eingeführt. Das Verbot wurde auf Aktiengesellschaften beschränkt.

13. Das Verbot der finanziellen Unterstützung wurde später sowohl im Schriftum als auch von der Rechtsprechung untersucht. Besonders interessant war die Diskussion in den achtziger und neunziger Jahren in Italien. Seit dem *Codice di Commercio* von 1882 hatte es eine ähnliche Norm gegeben, die als Schlussklausel des Systems des Erwerbs eigener Aktien konzipiert wurde. Sie war 1942 bei der Entstehung des *Codice Civile* als solches Verbot eingeführt worden, jedoch erschaffte sie keinen breiten Anwendungsbereich bis es anlässlich der Umsetzung der Zweiten gesellschaftsrechtlichen EG-Richtlinie verändert wurde.

14. Bei der Rechtsprechung gab es verschiedene Perspektiven. Im Fall *Manifattura di Cuorgnè* wurde festgestellt, dass es ordinäre *leveraged buy-outs*, bei denen es um Geldflüsse ginge, unter dem Verbot fielen.

15. Im Fall *Farmitalia Carlo Erba* wurde entschieden, dass eine Verschmelzung, die einem *leveraged buy-out* folge, nicht als indirekte Sicherheit –und folglich als finanzielle Unterstützung- verstanden werden könnte. Vielmehr sollte man die als Umgehungsgeschäft; es handelte sich um ein Erwerb eigener Aktien mit einer zwischengeschalteten Person. Anders

war die Meinung des Gerichts im Fall *Trenno*, bei dem die Zulässigkeit der *merger leveraged buy-outs* von einer Art *business purpose* abhing.

16. Es war nach dem Jahre 2000, das im Schriftum sämtliche Stimmen aufgehoben wurden, die das System des Mindestkapitals kritisiert haben. Zum einen schien es uneffektiv und uneffizient, da es nicht nach Größe moduliert werden konnte. Zum anderen sollte es eine Marktschranke bedeuten. Dieser Ansatz hatte direkte Implikationen in der Diskussion hinsichtlich der besten Rechtsbehandlung dieser Art von Transaktionen.

17. Nach dem sogenannten *Winter Report* wurde zunächst entschieden, eine Lockerung des Verbots der finanziellen Unterstützung auf EU-Ebene einzuführen. Die Reformrichtlinie (2006/68/UE) veränderte das System, indem es sich dem Vorschlag, der im Bericht des *Jenkins Committee* enthalten war, annäherte. Nach einem Bericht des Vorstands sollte die Hauptversammlung einen Beschluss bezüglich der Bewilligung der finanziellen Unterstützung fassen. Diese sollte desweiteren zu marktüblichen Bedingungen gewährt sein.

III. BEZÜGLICH DER REGELUNG VON *LEVERAGED BUY-OUTS* AUS EINER RECHTSVERGLEICHENDEN PERSPEKTIVE

18. Im italienischen Recht ist seit der Umsetzung der Zweiten gesellschaftsrechtlichen EG-Richtlinie die Frage gewesen, inwieweit die anschließende Verschmelzung als indirekte Sicherheit und dabei die ganze Konstellation als Umgehungsgeschäft bezeichnet werden kann. Während einige diesen Ansatz verteidigt haben, haben sich andere dagegen geäußert. Wichtig war dabei die Anmerkung, dass der Normzweck des Verbots durch

sämtliche Institute im Verschmelzungsverfahren auch erlangt werden konnte. Sollte es sich um ein Umgehungsgeschäft handeln, würde der Normzweck unerfüllt bleiben.

19. Der italienische Gesetzgeber und die Gerichte haben jedoch über die letzten zwei Jahrzehnte eine am Einzelfall orientierten *ex ante*-Kontrolle aufgebracht. Dabei könnten als Beispiele sowohl der Fall *Trenno*, als auch die Umsetzung der Reformrichtlinie bei art. 2358 Cc oder die spezifische Regelung zum *merger leveraged buy-out* angesprochen werden.

20. Dem englischen Recht unterliegt auch eine *ex ante*-Kontrolle, die aber auf einer Reihe von Ausnahmen beruht. Fraglich nach dem Fall *Brady v. Brady* ist die Weite des Konzepts des *larger purpose*. Desweiteren bezieht sich die Vorschrift seit der *Companies Act 2006* lediglich auf *public companies*.

21. Die spanische Regelung basiert auf ein absolutes Verbot, das ähnlich wie *section 54* der *Companies Act 1948* ist. Die Einführung einer Generalklausel hat als Auswirkung, dass jedes *merger leveraged buy-out* untersagt wird. Ausnahmsweise können *Management Buy-Outs* zulässig sein, wie auch die von den Arbeitnehmern durchgeführte Akquisitionen, die man jedenfalls als geltend ansehen sollte.

22. Der spanische Gesetzgeber hat das Verbot für Gesellschaften mit beschränkter Haftung ("*sociedades de responsabilidad limitada*") erweitert. Dabei ist die Ausnahme hinsichtlich des *Employee Buy-Out*

unverständlicherweise ausgefallen. Die Finanzierung vom Anteilenerwerb bei Kreditinstitutionen kann aus typologischen Gründen nicht auftauchen.

23. Die Anwendung des Verbots bei *merger leveraged buy-outs* kann jedoch entkräftet werden, indem man die spezifische Informationspflichten des Verschmelzungsverfahrens befolgt. Diese bilden ein System mit *ex ante*-Kontrolle, die auf der Prüfung der Zahlungsfähigkeit der hervorgehenden Gesellschaft beruht.

24. Paradigma einer *ex post*-Kontrolle sind die US-Amerikanischen Vorschriften. Dabei soll vom Vorstand geprüft werden, ob die Ausschüttungen, die anlässlich des *Leveraged Buy-Outs* stattfinden, den Solvenzttest bestehen. Bis auf dem Fall der Rechtsordnung des Staates Delaware, sollen Aktiva höher als Passiva sein ("*balance sheet test*"). Zukünftige Fälligkeiten sollen auch berücksichtigt werden ("*ability-to-pay test*").

25. Nicht nur im gesellschafts-, sondern auch im insolvenzrechtlichen Rahmen sind diese Solvenztests von Bedeutung. Zum einen kann es *ex post* zu einer Vorstandshaftung wegen unsorgfältigem Handeln kommen. Zum anderen können *Leveraged Buy-Outs* durch Insolvenzanfechtung ("*fraudulent transfers*") abgebaut werden.

26. Die deutsche Rechtsordnung weißt einige Besonderheiten auf, die über das traditionelle Verbot der finanziellen Unterstützung hinausgehen. Dieses ist für Aktiengesellschaften direkt von der Zweiten gesellschaftsrechtlichen EG-Richtlinie umgesetzt worden (§ 71a Abs. 1

AktG). Bei Verschmelzungen gilt sie aber nicht, da es im Umwandlungsrecht geeignete Gläubigerschutzmechanismen gibt, die das Verbot ersetzen können. Bei normalen *Leveraged Buy-Outs* ist es jedoch der Fall, dass bei der Benutzung von Aktiva als Pfand oder Hypothek für die vom Geldgeber am Erwerber gegebenen Finanzierung, das Verbot Anwendung finden soll. Desweiteren soll es auch in dieser Weise geschehen, wenn der Käufer sämtliche der Akquisition dienenden *junk bonds* emittiert und dabei die Kosten der Rückzahlung an die Zielgesellschaft übertragen werden.

27. Die Regeln zur Kapitalerhaltung (§ 57 AktG, bzw. § 30 GmbHG) können das Verbot der finanziellen Unterstützung nicht ersetzen, indem sie auf die Finanzierung von Gesellschaftern gezielt ist und Ausschüttungen nach *MoMiG* nur als bilanziell nicht neutraler Geschäfte konzipiert werden können.

28. Bei Gesellschaften mit beschränkter Haftung findet die Rechtsprechung zur *Existenzvernichtungshaftung* Anwendung. Diese ist nach dem Fall *Trihotel* für Schaden, die seitens der Gesellschaftern der Gesellschaft zugeführt werden, als Deliktshaftung gemäß § 826 BGB gestaltet worden. Bei *Leveraged Buy-Outs* soll sie angewandt werden, wenn bei der Bewilligung eines Liquiditätszuflusses bei sorgfältigem Verhalten anerkannt wird, dass es zur Insolvenz führen oder diese vertiefen könnte.

IV. BEZÜGLICH DES TATBESTANDES DER REGELUNG DES *MERGER LEVERAGED BUY-OUTS* IM UMWANDLUNGSRECHT

29. Der subjektive Anwendungsbereich der spanischen Regelung *Merger Leveraged Buy-Outs* (art. 35 LME) ist nicht derselbe wie im ganzen Umwandlungsgesetz (art. 2 LME). Kapitalgesellschaften scheinen auf jedem Fall darunter zu fallen, da die Vorschrift als Entkräftung des Verbots der finanziellen Unterstützung dient und dieses nur auf Aktiengesellschaften, Gesellschaften mit beschränkter Haftung und Kommanditgesellschaften auf Aktien anwendbar ist.

30. Bei Verschmelzungen, die von fremdfinanzierten Unternehmenskäufen von Personengesellschaften vorangegangen sind, dient art. 35 LME von einem teleologischen Gesichtspunkt keinem realen Zweck. Zum einen tauchen Ausfall- bzw. vermögensverbundene Risiken der unbeschränkten Haftung wegen nicht auf. Zum anderen sind Vorstandsmissbräuche aufgrund der organischen Konfiguration nicht zu erkennen.

31. Die im Tatbestand der Norm beschriebenen Akquisition soll im Fall eines *share deals* zur Kontrolle im Sinne des art. 42 CCom verstanden werden. Dieser bezieht sich auf die für die Pflicht zur Erstellung konsolidierter Abschlüsse eingerichtete Schwelle (u. a. Mehrheit der Stimmen bei der Hauptversammlung). Andersrum verstanden, würde die Vorschrift den Zweck, mit geeigneter Information die Minderheitsgesellschaftern zu besorgen, nicht erfüllen.

32. Die durch einen Kordinierungskonzernvertrag erhaltene Kontrolle soll nicht als Kontrolle im Sinne des art. 35 LME verstanden werden, da keine vermögensverbundene Risiken festgestellt werden können. Mehrstufige Erwerbsmodelle fallen, ganz im Gegenteil, unter dem Anwendungsbereich, es sei denn, die Verschuldung sei besonders gering und folglich nicht auf die Kontrollerhaltung gezielt.

33. Erstaunlich ist die Erwähnung des *asset deal*, was nicht bei der italienischen Zwillingsnorm geschieht, da dieser nicht unter dem Verbot der finanziellen Unterstützung fällt. Eine Verhinderung sämtlicher Umgehungsgeschäfte braucht keine spezifische Andeutung. Beachtet werden soll, dass eine Gleichstellung mit einem Unternehmenskauf im Fall der für die normale Ausnutzung ("*normal explotación*") benötigten Aktiva mehr oder weniger möglich ist. Das kann, ganz im Gegenteil, nicht bei der mengenmäßigen Gestaltung verteidigt werden ("*de importancia por su valor patrimonial*").

34. Der Begriff der Verschuldung ("*deudas*") soll im breiten Sinne interpretiert werden. Diese sollen zum Zeitpunkt der Verschmelzung nicht gelöscht worden sein und können entweder aus Geld oder Aktiva bestehen. Handlungspflichten können dazu nicht gezählt werden, da si keinen Vermögensinhalt haben. Schulden können aus verschiedenen Finanzierungsgeschäften erregt worden sein, wie beispielsweise Darlehen, Eröffnung einer Kreditlinie, *Leasing* oder Schuldverschreibung.

35. Der ursächliche Zusammenhang (“*para*”) hilft dabei, das Schuldenkonzept besser zu erfassen. In diesem Sinne soll dieser logisch verstanden werden; zwar ist art. 35 LME anwendbar, wenn Ziel der Verschuldung der Kontrollerwerb ist, unabhängig von der zeitlichen Beziehung zur Akquisition.

36. Soll die Verschuldung innerhalb der in der Vorschrift angedeuteten dreijährigen Laufzeit stattfinden, besteht eine widerlegbare Vermutung, dass sie mit dem Ziel des Kontrollerwerbs eingegangen wurde. Wenn ein *Merger Leveraged Buy-Out* eine längere Zeit gebraucht, wird das Verbot der finanziellen Unterstützung entkräftet, ohne die Informationspflichten des art. 35 LME zu erfüllen.

37. Diese Laufzeit erscheint als übertrieben lang. Fristbeginn soll der Finanzierungsvertragabschluss sein und nicht der Liquiditätszufluss, da die Verbindlichkeiten für die Zielgesellschaft schon zum erwähnten Zeitpunkt entstehen.

38. Der *dies ad quem* kann nicht, wie von h. M. verfehlt, der Verschmelzungsentwurf, sondern der Vertrag sein. Nur zu diesem Zeitpunkt ist es den Gläubigern erlaubt, Anspruch zu erheben i. S. d. art. 44 LME.

39. Ungleich wie bei der italienischen Vorschrift (art. 2501 bis *Cc*), steht in art. 35 LME, dass die Verschmelzung mehr als zwei Gesellschaften umfassen kann, auch wenn nur zwei von denen beim Unternehmenskauf beteiligt sind. Die *dritte* Gesellschaft sollte auch die Informationspflichten erfüllen. Das soll aber nicht heißen, dass nach italienischem Recht bei einer

solchen Verschmelzung die Handlung des Erwerbers und der Zielgesellschaft außerhalb des Anwendungsbereiches fallen.

40. Art. 35 LME weist darauf hin, dass die Informationspflichten auch bei einstimmigen Hauptversammlungsbeschlüssen berücksichtigt werden sollen. Die Frage der Anwendung bei einer Verschmelzung zwischen einer zu 100% beteiligten Tochtergesellschaft und der Mutter soll positiv beantwortet werden, da in diesen Fällen immer ein einstimmiger Beschluss stattfinden wird.

41. Bei den Spaltungen scheint laut art. 73 LME die analysierte Vorschrift anwendbar zu sein. Das ist wiederum nicht der Fall bei Vermögensübertragungen, bei denen die gesamtschuldnerische Haftung der Gesellschafter und das Erfordernis einer Gegenleistung einen angemessenen Gläubiger- und Minderheitsgesellschafterschutz ermöglicht.

V. BEZÜGLICH DER INFORMATIONSPFLICHTEN BEIM *MERGER LEVERAGED BUY-OUT*

42. Obwohl es keine Erwähnung der Bilanz bei art. 35 LME gibt, soll angedeutet werden, dass sämtliche Fragen auftreten, im Fall dass ein *Merger Leveraged Buy-Out* erfolgt. Zum einen soll man nachdrücklich betonen, dass nicht berücksichtigte Änderungen der Menge der Passiva, erhebliche Konsequenzen haben könnten, die schwierigerweise gehemmt werden könnten. Zum anderen wäre möglich, dass eine Änderung der Bewertung mancher Aktiva Subsumptionsprobleme hinsichtlich des

Anwendungsbereichs bei einem *asset deal* stellen könnte. Diese könnten durch eine Neubewertung eines Buchprüfers gelöst werden (art. 37 LME).

43. Nach italienischem Recht ist ein Bericht des Buchprüfers bezüglich der Bewertung der Aktiva selbst bei 2501 bis *Cc* angefordert.

44. Der Verschmelzungsentwurf muss im Fall eines *Merger Leveraged Buy-Outs* besondere Informationen bezüglich der rückzuzahlenden Schulden enthalten. Diese sind nicht nur diejenigen, die hinsichtlich des Anwendungsbereichs betrachtet wurden, sondern auch die fälligen Zinsen und Gebühren.

45. Inhalt des Verschmelzungsentwurfs sollte u. a. eine Aufzählung der Liquiditätsressourcen sein. Dabei sollen nach spanischem Recht nur die, die für die Rückzahlung der Schulden nötig sind angedeutet werden, während laut der italienischen Vorschrift, die Gesamtheit der Schulden der entstandenen Gesellschaft aufgezählt werden soll. Bei art. 35 LME sollen die Quellen der Ressourcen angedeutet werden, während im italienischen Recht das nicht der Fall ist.

46. Als Liquiditätsressourcen kann man die erwähnen, die aus den ordinären *cash flows* strömen, wie auch die, die durch die Veräußerung nicht strategischer Aktiva geschaffen werden. Refinanzierungen kommen nicht in Frage, da sie nicht im Moment des Kontrollerwerbs vorgesehen wurden.

47. Die Termine der unterschiedlichen Fälligkeiten sollen nach spanischem Recht im Verschmelzungsentwurf auch angedeutet werden. Das

soll nicht als Zusatzpflicht angesehen werden, sondern als Teil der Anforderungen, die auf jedem Fall angegeben werden sollen.

48. Fraglich ist, ob die Anforderungen des Verschmelzungsentwurfs als Solvenztest angesehen werden können. Dabei ist zum einen zu sagen, dass obwohl die Vorschrift kein *balance sheet test* enthält, dieser bei anderen gesellschaftsrechtlichen Regeln (arts. 273.2, bzw. 146 b) TRLSC), die zum Teil in Beziehung zu art. 35 LME stehen erkennbar ist. Beim *ability-to-pay test* sollten das Prognoseelement und der zeitliche Horizont konkretisiert werden. Die erste Anforderung wird durch eine Informationspflicht bezüglich der Ressourcen und der Fälligkeiten erfüllt. Die zweite wird durch die Gesamtheit der Schulden zum Zeitpunkt der Verschmelzung abbegrenzt. Daher kann bejaht werden, dass der Solvenztest nicht nur aus dem Verschmelzungsentwurf, sondern auch aus dem Vorstandsbericht besteht.

49. Beim Vorstandsbericht soll ein Wirtschafts- Finanzplan vorhanden sein. Zum einen ist es nötig, dass die Ressourcen (“*recursos*”) und ihre Quellen hinsichtlich der Rückzahlung der Gesamtheit der eingegangenen Schulden angedeutet werden. Die Ziele (“*objetivos*”) sind Äußerung der Unternehmensstrategie und können deswegen nur zum Teil veröffentlicht werden.

50. Neben dem Wirtschafts- und Finanzplan soll der Vorstandsbericht die Einwände des kompletten Geschäfts erklären, was als Andeutung der *business reason* verstanden werden soll. Logischerweise kann sie nicht mit den Zielen und der Erzeugung der *cash flows* unvereinbar sein. Der Einwand

der Verschmelzung, was nach italienischem Recht nicht bevorzugt wird, soll nur beachtet werden, falls es zur Unternehmensstrategie gehören sollte.

51. Der Prüfungsbericht soll im Fall eines *Merger Leveraged Buy-Outs* der Verhinderung von Informationsasymmetrien zwischen den wirtschaftlichen Teilnehmern dienen. Um die Unabhängigkeit der Prüfer zu bewahren, müssen dieselben, u. a. vom Handelsregister benannt werden.

52. Besonderer Inhalt des Prüfungsberichts ist bei art. 35 LME die Analyse der Angemessenheit der Andeutungen des Vorstands. Der Unterschied zwischen der spanischen und italienischen Vorschrift ist wegen der Inhaltsverschiedenheit des Verschmelzungsentwurfes zu erklären. Wesentlich soll der Prüfer materiell beurteilen, ob die Gesamtheit der Schulden zurückgezahlt werden kann.

53. Der Prüfungsbericht soll ebenfalls untersuchen, ob es finanzielle Unterstützung gibt. Das kann nur interpretiert werden, indem erachtet wird, ob der Erwerber ohne jegliche Finanzierung der Zielgesellschaft die Schulden hätte rückerzahlen können oder nicht.

54. Der Prüferhaftung können analogisch die Vorschriften bezüglich der Buchprüfer (art. 22 TRLAC) angewandt werden. Die Haftung wird in diesem Sinne zum Teil beeinträchtigt.

VI. BEZÜGLICH DER RECHTSFOLGEN DER NICHTERFÜLLUNG DER INFORMATIONSPFLICHTEN

55. Eine angefochtene und nicht gültige Verschmelzung hat keinerlei Konsequenzen weder für den Finanzierungs- noch für den Kaufvertrag. Diese könnten unter Umständen auflösende Bedingungen in der Form von MAC-Klauseln (*Material Adverse Change*) enthalten.

56. Bevor die Verschmelzung im Handelsregister eingeschrieben wird, kann der Hauptversammlungsbeschluss auf der Basis eines Verstoßes des art. 35 LME oder des Verbots der finanziellen Unterstützung angefochten werden. Desweiteren kann das sogenannte Prinzip des Erhalts des Betriebs (*“principio de conservación de la empresa”*) als Verletzung der wirtschaftlichen öffentlichen Ordnung eintreten.

57. Nach der Eintragung im Handelsregister kann die Verschmelzung nur wegen Verletzungen sämtlicher Vorschriften der LME laut art. 47 LME stattfinden. Dies kann der Fall sein, wenn einige der Informationspflichten nicht vorhanden sind oder wenn, nach Meinung des Prüfers, der Inhalt des Vorstandsberichts unangemessen ist.

58. Sowohl bei der notariellen Begläubigung, als auch bei der Eintragung im Handelsregister soll eine Inhaltskontrolle stattfinden. Dabei soll geprüft werden, ob die ganzen Informationspflichten erfüllt werden und ob nach Meinung des Prüfers, die Verschmelzung angemessen ist.

59. Im Fall, dass Vorstandshaftung bestimmt wird, sollte es sich um Gesellschaftsansprüche handeln. Individuelle Ansprüche tauchen nur bei Verletzung des Widerspruchsrechts der Gläubiger auf. Allgemein sind Minderheitsaktionäre und Gläubiger hilfsweise legitimiert.

60. Geschäftsführer haften gemäß art. 236 TRLSC wegen Gesetzesverstößen, also im Fall der Nichterfüllung der Informationspflichten. Desweiteren kann auch Haftung erfolgen, wenn Verletzungen der allgemeinen Vorstandspflichten auftauchen. Was der Treuepflicht (art. 227 LME) angeht, ist sie in manchen Szenarien eines *Merger Leveraged Buy-Outs*, bei denen Missbräuche auftreten, zu erkennen. Hinsichtlich der Sorgfaltspflicht soll die *Business Judgment Rule* berücksichtigt werden (art. 225 LME). In diesem Sinne kann nur Haftung entstehen, wenn das angefertigte Prüfungsverfahren entweder nicht erfüllt wurde oder die benötigten finanziellen Dokumente der Gesellschaft dabei nicht vollständig berücksichtigt wurden.

61. Erheblicher Schaden ist für die Zwecke der Vorstandshaftung Vermögensentzug oder verursachter Insolvenzeintritt. Im Fall von Schwankungen der Güternachfrage kann ein Zusammenhang erstellt werden. Soll die Kausalität bewiesen sein, kann eine Bestätigung durch einen Hauptversammlungsbeschluss die Haftung nicht entkräften (art. 236 TRLSC).

62. Ein *Merger Leveraged Buy-Out* kann im Insolvenzverfahren gemäß art. 71.3 angefochten werden. Dies ist der Fall, da der Erwerber mehr als 10% des Kapitals der Zielgesellschaft innehat, was ihn zu einer nahestehenden

Person i. S. d. art. 93 LC macht. Folglich kann dies wie gesagt geschehen, auch wenn eine Verschmelzung schwer abzubauen ist.

63. Eine insolvenzrechtliche Vorstandshaftung kann auch bei *Merger Leveraged Buy-Outs* auftauchen. Sollen beim im Vorstandsbericht enthaltenen Wirtschafts- und Finanzplan (art. 35 LME) erhebliche Unregelmäßigkeiten auftreten, so scheint art. 164.2 LC anwendbar zu sein und folglich, wird die Insolvenz als schuldig ("*concurso culpable*") bezeichnet. Die Haftung entsteht gemäß art. 172 bis LC aber nur wenn eine Kausalität festgestellt werden kann.

64. *Merger Leveraged Buy-Outs* können als Verschmelzung die steuerneutrale Regelung der art. 76 LIS ff. anwenden. Dabei ist es möglich, sowohl den Geschäftswert ("*fondo de comercio*") als auch die finanziellen Aufwendungen von der Bemessungsgrundlage abzuziehen.

65. Im Fall betrügerischer *Merger Leveraged Buy-Outs*, kann die Abwesenheit eines wirtschaftlichen Beweggrundes dazu führen, dass die steuerneutrale Regelung nicht anzuwenden ist.

BIBLIOGRAFÍA

AA.VV., “Zur Entwicklung des europäischen Gesellschaftsrechts: Stellungnahme der Arbeitsgruppe Europäisches Gesellschaftsrecht (Group of German Experts on Corporate Law) zum Report of the High Level Group of Company Law Experts on the modern Regulatory Framework for Company Law in Europe”, *ZIP*, núm. 19, 2003, pp. 863-880.

- *Contract ETD/2006/IM/F2/71. Feasibility study on an alternative to the capital maintenance regime established by the Second Company Law Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 and an examination of the impact on profit distribution of the new EU-accounting regime. Main report*, KPMG, 2008.

ABRIANI, N., “Finanziamenti “anomali” dei soci e regole di corretto finanziamento nella società a responsabilità limitata”, en BENAZZO, P./CERA, M./ PATRIARCA, S. (Coords.), *Il Diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, Torino, UTET, 2011, pp. 317-361.

ACCINNI, G. P., “Concessione di prestiti o garanzie per l’acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie”, *Riv. Soc.*, núm. 1, 1994, pp. 159-186.

- “Operazioni di *leveraged buyout* ed un preteso caso di illiceità penale”, *Riv. Soc.*, núm. 1, 2001, pp. 193-210.

AKERLOF, G. A., “The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanisms”, *Q. J. Econ.*, vol. 84, núm. 3, 1970, pp. 488-500.

ALBANESE, A., “*Leveraged Buy Out*, rifinanziamento del debito originario e costituzione di garanzie reali”, *NGCC*, núm. 22, 2006, pp. 38-55.

ALCOVER GARAU, G., “La calificación concursal y los supuestos de complicidad”, *RDCP*, núm. 8, 2008, pp. 133-138.

ALEMANY, L., “Analysis of the top Leveraged Buy-Outs (LBOs) in Spain, 2005-2007”, WP, <http://ssrn.com/abstract=1176822>.

ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “La llamada acción individual de responsabilidad contra los administradores sociales”, *RdS*, núm. 18, 2002, pp. 45-76.

ALFARO ÁGUILA-REAL, J./CAMPINS VARGAS, A., “La liquidación del socio que causa baja como consecuencia de su separación o exclusión”, *RDM*, núm. 240, 2001, pp. 441-494.

ALONSO LEDESMA, C., “Propuesta de modificación de la segunda Directiva de Sociedades relativa a la Constitución de la Sociedad Anónima y al mantenimiento y modificación de su capital”, *RdS*, núm. 24, 2005, pp. 511-526.

- “Algunas reflexiones sobre la función (la utilidad) del capital social como técnica de protección de los acreedores”, en AA.VV., *Estudios de Derecho de sociedades y Derecho concursal: libro homenaje al profesor Rafael García Villaverde*, vol. I, Madrid, Marcial Pons, 2007, pp. 127-158.

- “Derecho de sociedades vs. Derecho concursal ¿técnicas alternativas o complementarias de protección de los acreedores?”, en ALONSO LEDESMA, C./ ALONSO UREBA, A./ ESTEBAN VELASCO, G. (Dirs.), *La modernización del Derecho de sociedades en España: Cuestiones pendientes de reforma*, t. II, Cizur Menor, Aranzadi, 2011, pp. 67-107.

- “La autonomía de la voluntad en la exclusión y separación de socios”, *RDM*, núm. 287, 2013, pp. 89-125.

ALONSO PÉREZ, M., “La responsabilidad precontractual”, *RCDI*, núm. 485, 1971, pp. 859-922.

ALONSO UREBA, A., “Presupuestos de la responsabilidad social de los administradores de una sociedad anónima”, *RDM*, núm. 198, 1990, pp. 639-727.

ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera: el art. 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales”, *AAMN*, núm. 50, 2010, pp. 119-156.

- “Crisis y Derecho de sociedades: nuevos problemas y respuestas”, *RJN*, núm. 81, 2012, pp. 9-58.

- “Capital riesgo, Private Equity y LBOs: Crisis financiera y necesidad de un cambio de modelo”, *RMV*, núm. 13, 2013, pp. 71-100.

ANDRADE, G./ KAPLAN, S. N., “How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence From Highly Leveraged Transactions that Became Distressed”, *J. Finance*, vol. 53, núm. 5, 1998, pp. 1443-1493.

ANDREU MARTÍ, M. M., *La nulidad de la fusión de sociedades*, Cizur Menor, Aranzadi, 2002.

ANGELICI, C., “La nullità della fusione”, *Riv. Dir. Comm.*, núm. 1, 1992, pp. 267-278.

AÑOVEROS TRÍAS DE BES, X., “El préstamo bancario”, en AÑOVEROS TRÍAS DE BES, X./TUSQUETS TRÍAS DE BES, F./ SASTRE PAPIOL, S., *Las entidades de crédito y sus operaciones. Las operaciones bancarias de activo*, en OLIVENCIA RUIZ, M./ FERNÁNDEZ-NÓVOA RODRÍGUEZ, C./ JIMÉNEZ DE PARGA Y CABRERA, R. (Dir.)./ JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. (Coord.), *Tratado de Derecho Mercantil*, Madrid, Marcial Pons, 2007, pp. 25-170.

ARA TRIADÚ, C./ RAMÍREZ, C., “De nuevo a vueltas con la fecha de eficacia de la fusión frente a terceros (A propósito de las resoluciones de la

DGRN de 20.IX y 13.X de 2011, la amenaza fantasma de la DGT y la STS de 25.V.2012)”, *RDM*, núm. 285, 2012, pp. 231-268.

ARAGÓN REYES, M., “Constitución económica y libertad de empresa”, en IGLESIAS PRADA, J. L. (Coord.), *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, Madrid, Civitas, 1996, pp. 163-180.

ARDIZZONE, L., “Articolo 2501 bis. Fusione a sequito di acquisizione con indebitamento”, en BIANCHI, L. A. (Coord.), *Transformazione – Fusione – Scissione. Artt. 2498-2506 quater c.c.*, en MARCHETTI, P. et al. (Dirs.), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, Giuffrè, 2006, pp. 463-530.

ARMBRÜSTER, Ch., “Grenzen der Gestaltungsfreiheit im Personengesellschaftsrecht”, *ZGR*, vol. 43, núm. 2-3, 2014, pp. 333-363.

ARMOUR, J., “Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Company Law”, *Mod. L. Rev.*, núm. 63, 2000, pp. 355-378.

- “Legal Capital: An Outdated Concept?” EIDENMÜLLER, H./ SCHÖN, W., *The Law and Economics of Creditor Protection. A Transatlantic Perspective*, The Hague, T.M.C. Asser Press, 2008, pp. 3-25.

- “The Law and Economics Debate about Secured Lending: Lessons for European Lawmaking?”, en EIDENMÜLLER, H./ KIENINGER, E-M. (Eds.), *The Future of Secured Credit in Europe*, Berlin, DeGruyter, 2012, pp. 3-29.

ARMOUR, J./ HANSMANN, H./ KRAAKMAN, R., “Agency Problems and Legal Strategies”, en KRAAKMAN et al., *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, 2ª Ed., Oxford, Oxford University Press, 2009, pp. 35-53.

AURIOLES MARTÍN, A., “Los leveraged buy-outs y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas”, *RDBB*, núm. 51, 1993, pp. 637-680.

BALDAMUS, E-A, *Reform der Kapitalrichtlinie*, Köln, Carl Heymann, 2002.

BASOZÁBAL ARRÚE, X., “En torno a las obligaciones precontractuales de información”, *ADC*, vol. 62, núm. 2, 2009, pp. 647-711.

BAYONA GIMÉNEZ, R., “Una aproximación al problema de la infracapitalización a la luz de la necesaria revisión de las funciones del capital en las sociedades anónimas”, *CDC*, núm. 20, 1996, pp. 147-212.

- *La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Cizur Menor, Aranzadi, 2002.

BEBCHUK, L. A., “The case for facilitating competing tender offers”, *Harv. L. Rev.*, núm. 95, 1981-1982, pp. 1028-1056.

BEBCHUK, L. A./ FRIED, J. M., “The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy”, *Yale L. J.*, núm. 105, 1995-1996, pp. 857-934.

BEBCHUK, L. A./ ROE, M. J., “A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance”, *Stan. L. Rev.*, núm. 52, 1999-2000, pp. 127-170.

BECKER, R., “Gesellschaftsrechtliche Probleme der Finanzierung von Leveraged-Buy-Outs”, *DSiR*, núm. 37, 1998, pp. 1429-1434.

BEIGVEDER MONTERO, A., “Fusión apalancada, rescisión concursal y proyecto de ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles”, *RDGP*, núm. 10, 2009, pp. 361-367.

BEISEL, W., “Management Buy-Out”, en BEISEL, W./ KLUMPP, H-H., *Der Unternehmenskauf. Gesamtdarstellung der zivil- und steuerrechtlichen Vorgänge*, 6. Auflage, München, C. H. Beck, 2009, pp. 289-297.

BELTRÁN SÁNCHEZ, E., “La regularidad en el cumplimiento de las obligaciones, el estado de insolvencia y la función del concurso de acreedores”, *ADCo*, núm. 11, 2007, 29-52.

BEN-DROR, Y., “An Empirical Study of Distribution Rules Under California Corporations Code § 500: Are Creditors Adequately Protected”, *U. C. Davis L. Rev.*, núm. 16, 1982-1983, pp. 375-418.

BENECKE, M., “Existenzvernichtender Eingriff statt qualifiziert faktischer Konzern: Die neue Rechtsprechung des BGH zur Haftung von GmbH-Gesellschaftern”, *BB*, núm. 23, 2003, pp. 1190-1195.

BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., “La fusión de sociedades”, en ALONSO UREBA, A./ CHICO ORTIZ, J. M./ LUCAS FERNÁNDEZ, F., *La reforma del derecho español de sociedades de capital (reforma y adaptación de la legislación mercantil a la normativa comunitaria en materia de sociedades)*, Madrid, Colegio Nacional de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, 1987, pp. 631-661.

- “Los acuerdos impugnables en la Sociedad Anónima”, en AA. VV., *Estudios de derecho mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta Pont*, t. I, Valencia, Tirant Lo Blanch, pp. 373-396.

BERNONI, G./ COLACICCO, M., “I leveraged buy-out realizzati mediante un’ operazione di fusione inversa”, *Riv. Dott. Comm.*, núm. 2, 1996, pp. 273-281.

BERTINI, B., “LBO e MBO: problemi operativi e tendenze giurisprudenziali in Italia e negli U. S. A.”, *Contr. Imp.*, núm. 3, 2000, pp. 1431-1459.

BEZZENBERGER, T., “71a AktG”, en SCHMIDT, K./ LUTTER, M. (Hrsg.), *Aktengesetz*, Köln, Otto Schmidt, 2008, pp. 837-846.

BIGNAMI, M., “*Il leveraged buy out e la riforma del diritto societario. Spunti di riflessione*”, *Riv. Dott. Comm.*, núm. 6, 2003, pp. 1251-1264.

BLACK, B./ KRAAKMAN, R., “A Self-Enforcing Model of Corporate Law”, *Harv. L. Rev.*, núm. 109, 1995-1996, pp. 1911-1982.

BONARDELL LENZANO, R., *Régimen jurídico de la contabilidad del empresario*, Madrid, Marcial Pons, 2012.

BOOTH, R. A., “Capital Requirements in United States Corporation Law”, en LUTTER, M. (Ed.), *Legal Capital in Europe*, Berlin, DeGruyter, 2006, pp. 620-645.

BOQUERA MATARREDONA, J., *La nulidad de las sociedades anónimas*, Madrid, La Ley, 1992.

BROSETA PONT, M., “La transmisión de empresa: compraventa y arrendamiento”, *RDM*, núm. 107, 1968, pp. 59-106.

- “Régimen de los “préstamos participativos” (El art. 11 del Real Decreto-Ley 8/1983, de 30 de noviembre, de Reconversión y Reindustrialización)”, *RDBB*, núm. 14, 1984, pp. 247-292.

BROSETA PONT, M./ MARTÍNEZ SANZ, F., *Manual de Derecho Mercantil*, 20ª Ed., Madrid, Tecnos, 2013.

BROSIUS, J., *Die finanzielle Unterstützung des Erwerbs eigener Aktien. § 71a AktG im Gesamtgefüge des Kapitalerhaltsrechts*, Köln, Carl Heymann, 2011.

BRUNO, N. A., “*Il leveraged buy out nella casistica giurisprudenziale*”, *BBTC*, núm. 1, 2002, pp. 807-830.

BUCKLEY, M., *Buckley on the Companies Act*, London, Stevens & Sons, 1930.

BUITRAGO RUBIRA, J. R., “El “lease back” como instrumento de financiación”, *RCDI*, núm. 692, 2005, pp. 2117-2126.

BURROUGH, B./ HELYAR, J., *Barbarians at the gate. The Fall of RJR Nabisco*, New York, Harper, 2009.

CABANILLAS SÁNCHEZ, A., “El ámbito de la responsabilidad precontractual o culpa *in contrahendo*”, *RCDI*, núm. 628, 1995, pp. 747-788.

CACCHI PESSANI, S., *La tutela dei creditori nelle operazioni di Merger Leveraged Buy-Out. L’art. 2501-bis e l’opposizione dei creditori alla fusione*, Milano, Giuffrè, 2007.

- *Assistenza finanziaria per l’acquisto e la sottoscrizione delle proprie azioni*, Milano, Egea, 2012.

CAHN, A., “§ 71a”, en SPINDLER, G./ STILZ, E. (Hrsg.), *Kommentar zum Aktiengesetz*, München, C. H. Beck, 2010, pp. 756-777.

CAHN, A./ VON SPANNENBERG, M. A. S., “§ 57”, en SPINDLER, G./ STILZ, E. (Hrsg.), *Kommentar zum Aktiengesetz*, München, C. H. Beck, 2010, pp. 496-544.

CALDERÓN PATIER, C./ BARRUSO CASTILLO, B., “Aspectos fiscales y mercantiles de las operaciones de fusión en España”, *RDM*, núm. 285, 2012, pp. 213-229.

CALVELLO, S., “Leveraged buy-out”, *Contr. Imp.*, vol. 6, núm. 6, 1990, pp. 1255-1293.

CAMILLETTI, F., “Alcune considerazioni sulla nuova disciplina delle fusioni e sul c. d. *merger leveraged buy out*”, *Giur. Comm.*, núm. 2, 1994, pp. 144-154.

CANDELARIO MACÍAS, I., “Conservación de la empresa versus libre competencia”, *RGD*, núm. 655, 1999, pp. 3535-3552.

CANDELARIO MACÍAS, I./ FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, C., “El LBO como medio de salvación de la empresa”, *CDC*, núm. 23, 1991, pp. 307-348.

CANDELARIO MACÍAS, I./ LEYVA SAAVEDRA, J., “*Lease Back* y *Leveraged Buy-Out*: modernas técnicas financieras”, *EF*, núm. 203, 2000, pp. 213-254.

CANTA DÍAZ DE GUERREÑO, J., “Ley 22/2014, más sombras que luces para el capital riesgo español”, *La Ley Mercantil*, núm. 8, 2014, pp. 4-7.

CARBÓ VALVERDE, S., “Banca y mercados financieros como mecanismos para el crecimiento económico: nuevas perspectivas”, *PEE*, núm. 110, 2006, pp. 20-34.

CARLSON, D. G., “Leveraged Buyouts in Bankruptcy”, *Ga. L. Rev.*, núm. 20, 1985-1986, pp. 73-121.

CARR, J. L./ MATHEWSON, G. F., “Unlimited Liability as a Barrier to Entry”, *J. Polit. Econ.*, vol. 96, núm. 4, 1988, pp. 766-784.

CARRASCO PERERA, A., “Contra la nulidad de los negocios prohibidos de adquisición de participaciones sociales en autocartera. Comentario a la STS de 1 marzo de 2012”, *RdS*, núm. 39, 2012, pp. 339-353.

CERDÁ ALBERO, F., *Escisión de la sociedad anónima*, Valencia, Tirant Lo Blanch, 1993.

- “*Leveraged Buy-Out* y situaciones concursales: implicaciones para la entidad de capital riesgo”, en TRÍAS SAGNIER, M. (Coord.), *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España. Entidades y operaciones*, Madrid, Marcial Pons, 2006, pp. 301-336.

CERRATO, S. A., “Le operazioni di *Leveraged Buy Out*”, en AIELLO, M. et al., *Le operazioni societarie straordinarie*, vol.V, Padova, CEDAM, 2011, en COTTINO, G. (Dir.), *Trattato di Diritto Commerciale*, Padova, CEDAM, 2011, pp. 527-600.

CHIEFFI, I., “Il *leveraged buyout* nell’ordinamento italiano”, *Riv. Dir. Comm.*, núm. 1, 1993, pp. 993-1014.

CIDONCHA MARTÍN, A., *La libertad de empresa*, Cizur Menor, Aranzadi, 2006.

CLARK, R. C., “The Duties of the Corporate Debtor to its Creditors”, *Harv. L. Rev.*, núm. 90, 1976-1977, pp. 505-562.

CONTRERAS DE LA ROSA, I., “El devenir funcional y estructural de la cesión global: de la atipicidad a la Propuesta de Código Mercantil”, *RdS*, núm. 42, 2014, pp. 53-93.

COOTER, R./ ULEN, T., *Law & Economics*, Boston, Pearson Addison Wesley, 2012.

CORTÉS DOMÍNGUEZ, L. J., *Lecciones de contratos y mercados financieros*, Madrid, Civitas, 2004.

CUERVO-ARANGO MARTÍNEZ, C., “El futuro del capital privado y de las operaciones apalancadas en España”, *RECR*, núm. 1, 2010, pp. 3-15.

CUSÍ NAVARRO, J. M., “Precariedad jurídica en los LBOs”, *RECR*, núm. 2, 2011, pp. 31-41.

D’ALESSANDRO, F., “Schema di legge delegata per l’attuazione della seconda direttiva CEE (n. 77/91 del 13 dicembre 1976) sulle società per azioni”, *Giur. Comm.*, núm. 1, 1984, pp. 986-999.

- “Rapporti di scambio tra una società ed i suoi azionisti e divieto di assistenza finanziaria per l’acquisto delle proprie azioni”, *Contr. Imp.*, núm. 4, 1993, pp. 1017-1028.

DAUNER-LIEB, B., “Die Existenzvernichtungshaftung als deliktische Innenhaftung gemäß § 826 BGB. Besprechung der Entscheidung BGH DStR 2007, 1586 (TRIHOTEL)”, *ZGR*, núm. 37, 2008, pp. 34-47.

DAVIES, P. L./ WORTHINGTON, S., *Gower and Davies' principles of modern company law*, London, Sweet & Maxwell, 2012.

DE ANGELIS, L., “Le operazioni di trasformazione, fusione e scissione nella legge delega per la riforma del diritto societario”, *Riv. Soc.*, núm. 1, 2002, pp. 41-77.

DE COSSÍO Y CORRAL, A., “La causalidad en la responsabilidad civil. Estudio del Derecho español”, *ADC*, vol. 19, núm. 3, 1966, pp. 527-554.

DE GREGORIO, A., “L’acquisto delle azioni di una società anonima per conto della stessa società e l’art. 144 Cod. di Comm.”, en AA. VV., *Studi di Diritto Commerciale in onore di Vivante*, Roma, Foro Italiano, 1931, pp. 375-403.

DE SENSI, V., “Brevi note sul *leveraged buy-out*”, *Dir. Fall.*, núm. 1, 1996, pp. 243-250.

DE VERDA Y BEAMONTE, J. R., “El dolo *in contrahendo*”, *RdP*, núm. 16, 2006, pp. 25-69.

DEL CASTILLO IONOV, R., “La Operativa y las Estrategias de Inversión de las Entidades de Capital-Riesgo”, en MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A. (Dir.), *El Capital-Riego: Su Operativa*, Cizur Menor, Aranzadi, 2012, pp. 151-201.

DEMOTT, D. A., “Director’s Duties in Management Buyouts and Leveraged Recapitalizations”, *Ohio St. L. J.*, núm. 49, 1988, pp. 517-557.

DENOZZA, F., “A che serve il capitale? (Piccole glosse a L. Enriques-J. R. Macey, *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*)”, *Giur. Comm.*, núm. 1, 2002, pp. 585-600.

- “Different Policies for Corporate Creditor Protection”, *EBOR*, núm. 7, 2006, pp. 409-416.

- “Il capitale sociale tra efficienza economica ed equità distributiva”, en ROSSI, G. (Coord.), *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive. Atti del Convegno internazionale di Studi*, Milano, Giuffrè, 2007, pp. 563-575.

DÍAZ ECHEGARAY, J. L., *Deberes y Responsabilidad de los Administradores de las Sociedades de Capital*, 2ª Ed., Cizur Menor, Aranzadi, 2006.

DÍAZ MORENO, A./ JUSTE MENCÍA, J., “Apuntes de urgencia sobre la fusión en la Ley 1/2012, de 22 de junio, de simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital”, *RdS*, núm. 39, 2012, 199-228.

DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, L., “Los negocios de la sociedad con las propias acciones”, en AA.VV., *Estudios jurídicos sobre la Sociedad Anónima*, Madrid, Civitas, 1995, pp. 189-213.

- “La utilización de persona interpuesta de los negocios de una sociedad anónima con sus propias acciones”, en AA. VV., *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta Pont*, Valencia, Tirant Lo Blanch, 1995, pp. 871-877.

- *Derecho de Daños*, Madrid, Civitas, 1999.

- *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial*, 1ª Ed., vol. 4, Cizur Menor, Aranzadi, 2010.

DOLMETTA, A. A., “Il merger leveraged buy-out nella legge delega n. 366/2010: la target da s. p. a. a s. r. l.”, *Corr. Giur.*, núm. 2, 2002, 239-245.

DOOLEY, M. P./ GOLDMAN, M. D., “Some Comparisons Between the Model Business Corporation Act and the Delaware General Corporation Law”, *Bus. Law.*, núm. 56, 2000-2001, pp. 737-766.

DRUKARCZYK, J., “§ 18”, en KIRCHHOF, H-P./ LWOWSKI, H-J./ STÜRNER, R. (Hrsg.), *Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung*, München, C.H. Beck, 2007, pp. 446-463.

DRYGALA, T., “Finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs nach der Reform der Kapitalrichtlinie”, *Der Konzern*, núms. 6-7, 2007, pp. 396-406.

- “§ 57”, en ZÖLLNER, W./ NOACK, U. (Hrsg.), *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, Köln, Carl Heymann, 2011, pp. 176-297.

DUQUE DOMÍNGUEZ, J. F., “La fusión en el Proyecto de reforma del Derecho de las Sociedades de Capital y su comparación con el Derecho comunitario de la Tercera Directiva”, *RDBB*, núm. 32, 1988, pp. 719-782.

EASTERBROOK, F. H./ FISCHER, D. R., “The proper role of a target’s management in responding to a tender offer”, *Harv. L. Rev.*, núm. 94, 1980-1981, pp. 1161-1204.

- “Corporate Control Transactions”, *Yale L. J.*, núm. 91, 1981-1982, pp. 698-737.

- “Limited Liability and the Corporation”, *U. Chi. L. Rev.*, núm. 52, 1985, pp. 89-117.

EBKE, W., “Management Buy-Outs”, *ZHR*, núm. 155, 1991, pp. 132-162.

EIDENMÜLLER, H., “Rechtskauf und Unternehmenskauf”, *ZGS*, núm. 8, 2002, pp. 290-296.

- “Private Equity, Leverage und die Effizienz des Gläubigerschutzrechts”, *ZHR*, núm. 171, 2007, pp. 644-683.

EIDENMÜLLER, H./ ENGERT, A., “Insolvenzrechtliche Ausschüttungssperren”, en BITTER, G. et al. (Hrsg.), *Festschrift für Karsten Schmidt zum 70. Geburtstag*, Köln, Otto Schmidt, 2009, pp. 305-330.

EISENBERG, M. A., “Megasubsidiaries: The Effect of Corporate Structure on Corporate Control”, *Harv. L. Rev.*, núm. 84, 1970-1971, pp. 1577-1619.

EIZAGUIRRE BERMEJO, J. M., “La sociedad nula”, en ALONSO UREBA, A./ CHICO ORTIZ, J. M./ LUCAS FERNÁNDEZ, F., *La reforma del derecho español de sociedades de capital (reforma y adaptación de la legislación mercantil a la normativa comunitaria en materia de sociedades)*, Madrid, Colegio Nacional de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, 1987, pp. 281-362.

EKKENGA, J., “§ 30”, en FLEISCHER, H./ GOETTE, W. (Hrsg.), *Münchener Kommentar zum Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung*, München, C. H. Beck, 2010, pp. 2066-2205.

EMBID IRUJO, J. M., “Aproximación al significado jurídico de las sociedades y fondos de capital-riesgo”, *RDBB*, núm. 22, 1986, pp. 365-379.

- *Grupos de sociedades y accionistas minoritarios. La tutela de la minoría en situaciones de dependencia societaria y grupo*, Madrid, Ministerio de Justicia, 1987.

- “Reflexiones sobre el régimen jurídico de las pequeñas y medianas empresas en la reforma del Derecho de sociedades español”, *NotUE*, núm. 43-44, 1988, pp. 11-22.

- “En torno a la nulidad de la fusión y de la escisión en la nueva Ley de Sociedades Anónimas”, *RGD*, núms. 550-551, 1990, pp. 5605-5618.
- “Medidas de defensa de una sociedad mercantil frente a una acción exterior de obtención de su control. Las cláusulas anti-opa”, *RDBB*, núm. 39, 1990, pp. 535-545.
- “En torno a las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (fusión, escisión y otros procedimientos similares)”, *CDC*, núm. 9, 1991, pp. 13-37.
- “Caracteres generales de la fusión en nueva Ley de Sociedades Anónimas”, *NotUE*, núm. 76, 1991, pp. 21-28.
- “Notas para el estudio de las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles”, en AA.VV., *Derecho mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Madrid, Civitas, 1991, pp. 293-304.
- “Notas sobre la impugnación de acuerdos sociales en la Ley española de Sociedades Anónimas”, *NotUE*, núm. 121, 1995, pp. 49-60.
- “Principios de tratamiento de las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles en el Derecho español”, *CDC*, núm. 28, 1999, pp. 31-46.
- *Introducción al derecho de los grupos de sociedades*, Granada, Comares, 2003.
- “Apuntes sobre los deberes de fidelidad y lealtad de los administradores de las sociedades anónimas”, *CDC*, núm. 46, 2006, pp. 9-48.

- “Artículo 240”, en ARROYO MARTÍNEZ, I./ EMBID IRUJO, J. M./ GÓRRIZ LÓPEZ, C. (Coords.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, Tecnos, 2009, pp. 2298-2311.

- “OPAs, modificaciones estructurales y Derecho de grupos”, en JUSTE MENCÍA, J./ RECALDE CASTELLS, A., (Coords.), *Derecho de OPAs. Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, Valencia, Tirant Lo Blanch, 2010, pp. 455-474.

- “En torno al art. 35 de la ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (la fusión apalancada)”, en GARRIDO DE PALMA, V. M., *Modificaciones estructurales y reestructuración empresarial*, Valencia, Tirant Lo Blanch, 2012, pp. 83-109.

- *Sobre el Derecho de sociedades de nuestro tiempo. Crisis económica y ordenamiento societario*, Granada, Comares, 2013.

- “Los grupos de sociedades en la Propuesta de Código Mercantil”, *RDM*, núm. 290, 2013, pp. 53-68.

- “Las competencias de la Junta General de la sociedad cotizada”, en *El Rincón de Commenda*, 2014, http://commenda.es/actualidad_interior/221/las-competencias-de-la-junta-general-de-la-sociedad-cotizada.

ENGERT, A., “Die ökonomische Begründung der Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensfinanzierung”, *ZGR*, vol. 33, núm. 6, 2004, pp. 813-841.

- “Solvenzanforderungen als gesetzliche Ausschüttungssperre bei Kapitalgesellschaften”, *ZHR*, núm. 170, 2006, pp. 296-335.

- “Kapitalgesellschaften ohne gesetzliches Kapital: Lehren aus dem US-amerikanischen Recht”, en LUTTER, M. (Hrsg.), *Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa*, Berlin, DeGruyter, 2006, pp. 743-798.

ENRIQUES, L., “Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza”, *Giur. Comm.*, núm. 1, 2005, pp. 607-629.

ENRIQUES, L./ MACEY, J., “Creditors versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules”, *Cornell L. Rev.*, núm. 86, 2000-2001, pp. 1165-1204.

ERLAIZ COTELO, I., “Las adquisiciones especiales por su objeto”, en ÁLVAREZ ARJONA, J. M./ CARRASCO PERERA, Á. (Dirs.), *Fusiones y adquisiciones de empresas*, Cizur Menor, Aranzadi, 2004, pp. 337-415.

- “Las operaciones de *Leveraged Buy Out*”, en ÁLVAREZ ARJONA, J. M. (Dir.)/ ERLAIZ COTELO, I. (Coord.), *Capital riesgo (private equity): aspectos regulatorios, mercantiles, financieros, fiscales y laborales*, Cizur Menor, Aranzadi, 2006, pp. 529-585.

ESCRIBANO GÁMIR, C., “El perjuicio en la acción rescisoria concursal”, *ADCo*, núm. 10, 2007, pp. 7-59.

ESPÍN GUTIÉRREZ, C., “La nueva regulación del Capital-Riesgo en la Ley 25/2005, de 24 de noviembre”, *RdS*, núm. 26, 2006, pp. 95-118.

ESTEBAN VELASCO, G., *El poder de decisión en las sociedades anónimas. Derecho europeo y reforma del derecho español*, Madrid, Civitas, 1982.

ESTERS, F., “Die GmbH als taugliches Objekt von Konzernfinanzierungen und LBOs nach “Bremer Vulkan” und “KBV””, *GmbHHR*, núm. 2, 2004, pp. 105-110.

ESTEVAN DE QUESADA, C., *Tomas de Control y Medidas Defensivas. La Compra de Acciones Propias como Defensa*, Cizur Menor, Aranzadi, 2002.

FARRANDO MIGUEL, I., “Los indicadores de la adquisición del control y el deber de formular una OPA obligatoria”, en JUSTE MENCÍA, J./ RECALDE CASTELLS, A. (Coords.), *Derecho de OPAs. Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, Valencia, Tirant Lo Blanch, 2010, pp. 59-84.

FAZZALARI, D./ CALISSE, R., “*Leveraged Buyout* e ristrutturazione aziendale: novità operative ed analisi economico-finanziarie”, *Dir. Fall.*, núm. 1, 1995, pp. 578-587.

FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *La atipicidad en Derecho de Sociedades*, Zaragoza, Pórtico, 1977.

- “Art. 151”, en FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *La sociedad comanditaria por acciones*, vol. XIII, Madrid, Civitas, 1991, en URÍA GONZÁLEZ, R./ MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./ OLIVENCIA RUIZ, M. (Dirs.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Madrid, Civitas, 1991, pp. 15-76.

- “Alcance y significado de la passivity rule tras la aprobación de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición”, *RdS*, núm. 25, 2005, pp. 305-315.

- *Derecho de Sociedades*, vol. I, Valencia, Tirant Lo Blanch, 2010.

- *Derecho de Sociedades*, vol. II, Valencia, Tirant Lo Blanch, 2010.

FERNÁNDEZ DEL POZO, L., *El fortalecimiento de recursos propios*, Madrid, Marcial Pons, 1991.

- “Nota crítica sobre la existencia de límites cuantitativos a la emisión de obligaciones (Art. 282 LSA)”, *RJC*, vol. 90, núm. 2, 1991, pp. 523-540.

- “Asistencia financiera a los trabajadores para la adquisición de acciones propias (art. 81.2 LSA)”, *RDBB*, núm. 47, 1992, pp. 811-848.
 - “Gran Bretaña: reflexiones en torno a la disciplina de la asistencia financiera para la adquisición de acciones propias”, *RDBB*, núm. 49, 1993, pp. 263-270.
 - “Revisión crítica de la prohibición de asistencia financiera (art. 81 LSA)”, *RdS*, núm. 3, 1994, pp. 169-189.
 - “Fusiones y otras modificaciones estructurales entre sociedades vinculadas. Nota práctica”, *RGD*, núm. 609, 1995, pp. 7031-7065.
 - “El nuevo “test de balance” bajo las normas contables internacionales: ajustes valorativos e intangibilidad del capital social”, *RDM*, núm. 279, 2011, pp. 37-98.
 - “La dispensa del informe del experto en las fusiones y escisiones tras la desafortunada reforma de la LME por la Ley 25/2011”, *RdS*, núm. 37, 2011, pp. 141-160.
 - “La dispensa del informe del experto en las fusiones y escisiones tras la desafortunada reforma de la LME por el Real Decreto-ley 9/2012, de 16 de marzo”, *RMV*, núm. 11, 2012, pp. 9-40.
- FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, M. C., “En torno a los negocios de asistencia financiera para la adquisición de participaciones propias. *Private company* versus sociedad de responsabilidad limitada”, *RDM*, núm. 219, 1996, pp. 185-210.
- “El futuro de los negocios de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones en Gran Bretaña: los últimos documentos emitidos al respecto por el *Department of Trade and Industry*”, *RdS*, núm. 7, 1996, pp. 463-483.
 - “LBO y MBO”, *RGPP*, núm. 2, 1997, pp. 51-81.

- “La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones como obstáculo a ciertas compras apalancadas de empresas, o *Leveraged Buy-Outs*”, *RDM*, núm. 232, 1999, pp. 577-642.

- *La asistencia financiera para la adquisición de acciones/participaciones propias*, Granada, Comares, 2001.

- “El leasing frente al pacto comisorio: su vulneración por la modificación que la Ley 1/2000 ha introducido en la Ley de venta de bienes muebles a plazos”, *RDM*, núm. 239, 2001, pp. 201-230.

FERRAN, E., “Corporate transactions and financial assistance: shifting policy perceptions but static law”, *CLJ*, núm. 63, 2004, pp. 225-243.

- “Simplification of European Company Law on Financial Assistance”, *EBOR*, núm. 6, 2005, pp. 93-99.

- “The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union”, *ECFR*, vol. 3, núm. 2, 2006, pp. 178-221.

- *Principles of Corporate Finance Law*, Oxford, Oxford University Press, 2008.

- *Principles of corporate finance law*, Oxford, Oxford University Press, 2011.

FERRANDO VILLALBA, M. L., “Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras”, *CDC*, núm. 29, 1999, pp. 237-253.

- “La escisión de sociedades en la LMESM de 2009: las pretendidas novedades de una reforma incompleta”, *NotUE*, núm. 309, 2010, pp. 25-40.

FISCHEL, D. R., “The Law and Economics of Dividend Policy”, *Va. L. Rev.*, núm. 67, 1981, pp. 699-726.

FLAQUER RIUTORT, J., “La protección de los accionistas en los procedimientos de fusión de sociedades”, *CDC*, núm. 10, 1991, pp. 105-172.

FLEISCHER, H., “Finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs und Leveraged Buyout”, *AG*, núm. 11, 1996, pp. 494-507.

- “Grundfragen der ökonomischen Theorie im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht”, *ZGR*, vol. 30, núm.1, 2001, pp. 1-32.

- “Die “Business Judgment Rule” im Spiegel von Rechtsvergleichung und Rechtsökonomie”, en WANK, R. et al. (Hrsg.), *Festschrift für Herbert Wiedemann zum 70. Geburtstag*, München, C. H. Beck, 2002, pp. 827-849.

- “Der Zusammenschluss von Unternehmen im Aktienrecht – Aktienrechtliche Problemfelder bei M&A-Transaktionen”, *ZHR*, vol. 172, núm. 5-6, 2008, pp. 538-571.

FLORES DOÑA, M. S., “Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias”, en ALONSO UREBA, A. (Coord.), *Derecho de Sociedades Anónimas [en homenaje a José Girón Tena]*, vol. II, t. II, Madrid, Civitas, 1994, pp. 1383-1423.

- *Adquisición de acciones financiada por la sociedad*, Madrid, EDERSA, 2000.

FONT GALÁN, J. I., “El deber de diligente administración en el nuevo sistema de deberes de los administradores sociales”, *RdS*, núm. 25, 2005, pp. 71-107.

FONT GALÁN, J. I. et al., “Viabilidad *antitrust* de las soluciones concursales de conservación de la empresa. Socialización concursal del Derecho de la Competencia”, *RDM*, núm. 252, 2004, pp. 463-532.

FORTUNATO, S., “Anticipazioni, prestiti o garanzie per l’acquisto di azioni proprie”, en BUTTARO, L./ GRIFFI, A. P. (Coords.), *La Seconda Direttiva CEE in materia societaria*, Milano, Giuffrè, 1984, pp. 427-459.

- “Dal costo storico al “fair value”: al di là della rivoluzione contabile”, *Riv. Soc.*, núm. 5, 2007, pp. 941-964.

FREITAG, R., ““Financial Assistance” durch die Aktiengesellschaft nach der Reform der Kapitalrichtlinie – (k)ein Freifahrtschein für LBOs?”, *AG*, núm. 5, 2007, pp. 157-165.

FRIGNANI, A., “Il *leveraged Buy-Out* nel diritto italiano”, *Giur. Comm.*, núm. 1, 1989, pp. 419-429.

FUENTES NAHARRO, M. “El contrato de cash pooling”, *RDM*, núm. 291, 2014, pp. 233-266.

GALLEGO SÁNCHEZ, E., “La compraventa mercantil”, *RDM*, núm. 287, 2013, pp. 9-28.

GALLESIO-PIUMA, M. E., “Le anticipazioni sulle proprie azioni e i prestiti a terzi per l’acquisto delle stesse”, *Riv. Dir. Comm.*, núm. 2, 1972, pp. 131-148.

GALLETTI, D., “*Leveraged buy out* ed interessi tutelati: appunti per la ricognizione della fattispecie”, *Giur. Comm.*, núm. 1, 2008, pp. 433-447.

GANSKE, J., “Das Zweite gesellschaftsrechtliche Koordinierungsgesetz vom 13. Dezember 1978”, *DB*, núm. 31, 1978, pp. 2461-2465.

GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J., “Art. 510”, en ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A./ BELTRÁN SÁNCHEZ, E. (Dirs.), *Comentario de la ley de sociedades de capital*, Madrid, Civitas, 2011, pp. 3325-3327.

GARCÍA MANDALÓNIZ, M., “Un billete de ida y otro de vuelta para el capital-riesgo. Un viaje a partir de la nueva Ley reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras”, *RDBB*, núm. 101, 2006, pp. 117-149.

- “El cuestionado sentido del régimen jurídico del capital social”, en HIERRO ANIBARRO, S. (Dir.), *Simplificar el Derecho de Sociedades*, Madrid, Marcial Pons, 2010, pp. 253-347.

GARCÍA VILLAVERDE, R., “Adquisición y aceptación en garantía por la sociedad de las propias acciones”, en ALONSO UREBA, A. (Coord.), *Derecho de Sociedades Anónimas [en homenaje a José Girón Tena]*, vol. II, t. II, Madrid, Civitas, 1994, pp. 1333-1382.

- “Créditos participativos”, *RdS*, núm. 9, 1997, pp. 13-24.

GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J. A., “Artículo 81”, en ARROYO MARTÍNEZ, I./ EMBID IRUJO, J. M./ GÓRRIZ LÓPEZ, C. (Coords.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, Tecnos, 2009, pp. 850-859.

GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L., “La normativa francesa sobre adquisición por una sociedad de sus propias acciones, con objeto de especular en Bolsa”, *RDBB*, núm. 10, 1983, pp. 279-318.

- “Oferta pública de adquisición y procesos de fusión de sociedades en la jurisprudencia del Tribunal Supremo”, *RDBB*, núm. 41, 1991, pp. 147-195.

GARRIDO GARCÍA, J. M., “El Informe Winter y el gobierno societario en la Unión Europea”, *RdS*, núm. 20, 2003, pp. 111-133.

- “Capital social y reglas de solvencia”, en GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J. (Coord.), *Liber amicorum Juan Luis Iglesias Prada*, Madrid, Civitas, 2014, pp. 519-550.

GARRIDO TORRES, A., “Sistema financiero”, en GARCÍA DELGADO, J. L./ MYRO SÁNCHEZ, R., *Lecciones de economía española*, 10ª Ed., Madrid, Civitas, 2013, pp. 162-176.

GEISLER, M., “Haftung und Haftungsrisiken des Kommanditisten in der GmbH & co. KG”, *GmbHHR*, núm. 9, 2014, pp. 458-465.

GEVURTZ, F. A., “California’s New Limited Liability Company Act: A Look at the Good, the Bad, and the Ambiguous”, *Pac. L. J.*, núm. 27, 1995-1996, pp. 261-302.

GILI SALDAÑA, M. A., “Las cláusulas de cambios adversos relevantes en las adquisiciones de empresas”, *Indret*, núm. 1, 2013, pp. 1-19.

GILSON, R. J., “Seeking Competitive Bids Versus Pure Passivity in Tender Offer Defense”, *Stan. L. Rev.*, núm. 35, 1982-1983, pp. 51-67.

GIMENO RIBES, M., *La protección del comprador en la adquisición de empresa. Estudio comparado de los ordenamientos español y alemán*, Granada, Comares, 2013.

- “El *Leveraged Buy-Out* como génesis y ocaso de la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias”, en EMBID IRUJO, J. M./ ABRIANI, N. (Dir.)/ FERRANDO VILLALBA, L./ MARTÍ MOYA, V. (Coords.), *Crisis económica y responsabilidad en la empresa*, Granada, Comares, 2013, pp. 441-461.

- “Fraude fiscal y fraude mercantil en el *Merger Leveraged Buy-Out*”, *RDBB*, núm. 130, 2013, pp. 111-145.

- “Fin de protección de la norma y *Merger Leveraged Buy-Out* en la sociedad limitada: entre la *Existenzvernichtungshaftung* y el informe de expertos independientes”, *RDM*, núm. 289, 2013, pp. 247-283.

- “Préstamo concertado por Sociedad Anónima con el acuerdo de trabajadores demandados sobre dicho préstamo para adquisición de acciones de la sociedad. Concurso. (Comentario a la Sentencia de la Audiencia Provincial de Asturias, de 7 de mayo de 2012 -núm. 189-)”, en EMBID IRUJO, J. M. (Dir.)/ HERNANDO CEBRIÁ, L./ GIMENO RIBES, M. (Coords.), *Archivo Commenda de jurisprudencia societaria (2011-2012)*, Granada, Comares, 2014, pp. 85-88.

GIRGADO PERANDONES, P., “El régimen legal de los grupos de sociedades en el ordenamiento jurídico español y sus propuestas de reforma”, en BORGES DOS SANTOS GOMES DE ARAUJO, D./ JORGE WARDE JR., W., *Os grupos de sociedades. Organizaçao e exercicio da empresa*, Sao Paulo, Saravia, 2012, pp. 61-82.

GIRÓN TENA, J., *Derecho de Sociedades Anónimas*, Valladolid, 1952.

- “El concepto del Derecho Mercantil: desenvolvimiento histórico y Derecho comparado”, *ADC*, vol. 7, núm. 3, 1954, pp. 695-808.

- “La responsabilidad de los administradores de la Sociedad Anónima en el Derecho español”, *ADC*, vol. 12, núm. 2, 1959, pp. 419-450.

GÓMEZ CALLE, E., *Los deberes precontractuales de información*, Madrid, La Ley, 1994.

GÓMEZ ROSENDE, J. M./ TAPIA FRADE, A., “Las relaciones entre el Capital Riesgo y los equipos directivos en las operaciones de LBO. Aspectos estructurales y retributivos”, *RECR*, núm. 3, 2008, pp. 41-67.

GÓMEZ-JORDANA, I., “Financiaciones subordinadas en Derecho español”, *RDBB*, núm. 42, 1991, pp. 385-419.

GOMMELLINI, A., “Le operazioni di leveraged buyout di fronte al diritto italiano delle società (conflitto di interessi tra socio e società, operazioni della

società sulle proprie azioni, frode alla legge)”, *Riv. Dir. Comm.*, núm. 1, 1989, pp. 161-189.

GONDRA ROMERO, J. M., “Significado y función del principio de “Imagen Fiel” (“True and fair view”) en el sistema del nuevo Derecho de Balances”, en AA.VV., *Derecho mercantil de la Comunidad Económica Europea: estudios en homenaje a José Girón Tena*, Madrid, Civitas, 1991, pp. 553-599.

GONZÁLEZ CABRERA, I., “La responsabilidad concursal de los administradores sociales ex art. 172 bis del proyecto de reforma de la Ley Concursal”, *RDCP*, núm. 15, 2011, pp. 355-365.

GONZÁLEZ CASTILLA, F., *Leasing financiero mobiliario: contenido del contrato y atribución del riesgo en la práctica contractual y la jurisprudencia*, Madrid, Civitas, 2002.

GRAMMEGNA, F., “Note in punto di Leveraged Buy-Out”, *Riv. Dir. Comm.*, núm. 1, 1993, pp. 77-93.

GRANDE STEVENS, F., “*Il leveraged buy-out*”, *Dir. Fall.*, núm. 1, 1990, pp. 694-697.

GRIMA FERRADA, J., “La compraventa apalancada de sociedades antes y después del artículo 35 de la Ley 3/2009, de 3 de abril, de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles”, en CUÑAT EDO, V. et al. (Dirs.), *Estudios de derecho mercantil: liber amicorum profesor Dr. Francisco Vicent Chuliá*, Valencia Tirant Lo Blanch, 2013, pp. 341-365.

GUASCH MARTORELL, R., *La escisión de sociedades en el derecho español: la tutela de los intereses de socios y acreedores*, Madrid, Civitas, 1993.

- “La doctrina de la infracapitalización: aproximación conceptual a la infracapitalización de las sociedades”, *RDM*, núm. 234, 1999, pp. 1489-1514.

- “El concepto de persona especialmente relacionada con el deudor en la Ley Concursal”, *RDM*, núm. 254, 2004, pp. 1417-1453.

GUERREIRO ANTOLÍN, L./ ZAYAS, J. L., “Reestructuraciones post-compra, fiscalidad y motivos económicos válidos en operaciones LBO”, *RECR*, núm. 3, 2009, pp. 15-24.

GULLIFER, L./ PAYNE, J., *Corporate finance law*, Oxford, Hart Publishing, 2010.

GULLÓN BALLESTEROS, A., “La acción rescisoria concursal”, en AA. VV., *Estudios sobre la Ley Concursal: libro homenaje a Manuel Olivencia*, vol. IV, Madrid, Marcial Pons, 2005, pp. 4125-4135.

HABERSACK, M., “Die finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs – Überlegungen zu Zweck und Anwendungsbereich des § 71 a Abs. 1 Satz 1 AktG”, en CREZELIUS, G./ HIRTE, H./ VIEWEG, K. (Hrsg.), *Festschrift für Volker Röhrich zum 65. Geburtstag*, Köln, Otto Schmidt, 2005, pp. 155-179.

- “Trihotel – das Ende der Debatte? Überlegungen zur Haftung für schädigende Einflussnahme im Aktien- und GmbH-Recht”, *ZGR*, vol. 37, núm. 4, pp. 533-559.

- “Superdividenden”, en BITTER, G. et al. (Hrsg.), *Festschrift für Karsten Schmidt zum 70. Geburtstag*, Köln, Otto Schmidt, 2009, pp. 523-544.

- “Finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs nach MoMiG”, en GRUNDMANN, S. et al. (Hrsg.), *Unternehmen, Markt und Verantwortung. Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010*, Berlin, De Gruyter, 2010, pp. 725-746.

HACKNEY, W. P./ BENSON, T. G., “Shareholder liability for inadequate capital”, *U. Pitt. L. Rev.*, núm. 43, 1981-1982, pp. 837-901.

HANKS, J. J., “Legal Capital and the Model Business Corporation Act: an Essay for Bayless Manning”, *Law & Contemp. Probs.*, núm. 74, 2011, pp. 211-230.

HANSMANN, H./ KRAAKMAN, R., “The Essential Role of Organizational Law”, *Yale L. J.*, núm. 110, 2000-2001, pp. 387-440.

HANSMANN, H./ KRAAKMAN, R./ SQUIRE, R., “Law and the Rise of the Firm”, *Harv. L. Rev.*, núm. 119, 2005-2006, pp. 1335-1403.

HAUSCHKA, C. E., “Corporate Compliance – Unternehmensorganisatorische Ansätze zur Erfüllung der Pflichten von Vorständen und Geschäftsführern”, *AG*, vol. 49, núm. 9, 2004, pp. 461-475.

HAYNES, Ch. I., “The Solvency Test: A New Era in Directorial Responsibility”, *Auckland U. L. Rev.*, núm. 8, 1996-1999, pp. 125-141.

HEATON, J. B., “Solvency Tests”, *Bus. Law.*, núm. 62, 2006-2007, pp. 983-1006.

HENNRICHS, J., “Unternehmensfinanzierung und IFRS im deutschen Mittelstand”, *ZHR*, núm. 170, 2006, pp. 498-521.

HENZE, H., “Konzernfinanzierung und Besicherung – Das Upstream-Risiko aus Gesellschafter- und Banksicht”, *WM*, núm. 11, 2005, pp. 717-727.

HENZLER, J., *Haftung der GmbH-Gesellschafter wegen Existenzvernichtungshaftung*, Baden-Baden, Nomos, 2008.

HERNANDO CEBRIÁ, L., “La transmisión de la empresa a través de distintos contratos (Especial referencia a la Sentencia del Tribunal Supremo, de 8 de abril de 2000)”, *RDM*, núm. 242, 2001, pp. 1871-1939.

- *El deber de diligente administración en el marco de los deberes de los administradores sociales: la regla del –buen- juicio empresarial*, Madrid, Marcial Pons, 2009.

- “El interés social de las sociedades de capital en la encrucijada: interés de la sociedad e intereses en la sociedad, la responsabilidad social corporativa y la “tercera vía” societaria”, *RDBB*, núm. 133, 2014, pp. 79-126.

HERRERO, D., “Financiación Mezzanine: situación actual y perspectivas”, *RECR*, núm. 4, 2011, pp. 3-24.

HIDALGO ROMERO, R./ MOYA YOLDI, J., “Consideraciones sobre la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias a la luz de la tramitación parlamentaria del proyecto de ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles”, *RAD*, núm. 1, 2009, pp. 101-131.

HILLIER, D. et al., *Corporate Finance*, New York, McGraw-Hill, 2010.

HÖLTERS, W., “Mergers & Acquisitions”, en HÖLTERS, W./ LUCKS, K., *Handbuch Unternehmenskauf*, 7. Auflage, Köln, Otto Schmidt, 2010, pp. 1-70.

HOMMELHOFF, P., *Die Sachmängelhaftung beim Unternehmenskauf*, Köln, Carl Heymann, 1975.

- “Förder- und Schutzrecht für den faktischen GmbH-Konzern”, *ZGR*, vol. 41, núm. 4, 2012, pp. 535-565.

HOPT, K. J., “MAC-Klauseln im Finanz- und Übernahmerecht”, *Festschrift für Karsten Schmidt zum 70. Geburtstag*, Köln, Otto Schmidt, 2009, pp. 681-704.

HUBER, U., “Die Praxis des Unternehmenskauf im System des Kaufrechts”, *AcP*, núm. 202, 2002, pp. 179-242.

IGLESIAS PRADA, J. L., “Aproximación al estudio de las sociedades de capital-riesgo”, *RDM*, núm. 191, 1989, pp. 45-66.

INSTONE, R., “Section 54 and All That”, *JBL*, núm. 24, 1980, 99-108.

- “Illegal Assistance Updated”, *NLJ*, núm. 29, 1982, pp. 727-741.

JENSEN, M. C., “Active Investors, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy”, *J. Appl. Corp. Fin.*, vol. 2, núm. 1, 1989, pp. 35-44.

JENSEN, M. C./ FAMA, E. F., “Separation of Ownership and Control”, *J. L. & Econ.*, núm. 26, 1983, pp. 301-325.

JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G., “La adquisición por la sociedad anónima de sus propias acciones”, *AAMN*, núm. 31, 1992, pp. 183-232.

JOOST, D., “Grundlagen und Rechtsfolgen der Kapitalerhaltungsregeln im Aktienrecht”, *ZHR*, núm. 149, 1985, pp. 419-443.

JORDANO BAREA, J. B., “La interpretación de los contratos”, en AA.VV., *Homenaje a Juan Berchmans Vallet de Goytisolo*, vol. 1, Madrid, Consejo General del Notariado, 1988, pp. 309-336.

JUNGMANN, C., “Solvenztest- versus Kapitalschutzregeln. Zwei Systeme im Spannungsfeld von Gläubigerschutz und Finanzierungsfreiheit der Kapitalgesellschaft”, *ZGR*, vol. 35, núm. 5, 2006, pp. 638-682.

JUNQUERA TEMPRANO, A., “El régimen fiscal especial de fusiones y la Ley de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles”, *EF*, núm. 273, 2010, pp. 70-75.

KAPLOW, L., “Rules versus standards: an economic analysis”, *Duke L. J.*, núm. 42, 1992-1993, pp. 557-629.

KERBER, M. C., “Die aktienrechtlichen Grenzen der finanziellen Unterstützung des Aktienerwerbs im Buy-out-Verfahren”, *DB*, núm. 19, 2004, pp. 1027-1032.

- “Unternehmenserwerb im Wege der Schuldübernahme und nachfolgender Verschmelzung”, *NZG*, núm. 2, 2006, pp. 50-53.

KIEFNER, A./ THEUSINGER, I., “Aufsteigende Darlehen und Sicherheitenbegebung im Aktienrecht nach dem MoMiG”, *NZG*, núm. 21, 2008, pp. 801-806.

KIRCHHOF, H-P., “§ 133”, en KIRCHHOF, H-P./ LWOWSKI, H-J./ STÜRNER, R. (Hrsg.), *Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung*, München, C. H. Beck, 2008, pp. 662-689.

KOPPENSTEINER, H-G., “GmbH-rechtliche Probleme des Management Buy-Out”, *ZHR*, núm. 155, 1991, pp. 97-119.

KRONMAN, A. T., “Mistake, disclosure, information, and the Law of contracts”, *J. Legal Stud.*, núm. 7, 1978, pp. 1-34.

KÜBLER, F., *Aktie, Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt*, Köln, Bank-Verlag, 1989.

KUHNER, Ch., “Zur Zukunft der Kapitalerhaltung durch bilanzielle Ausschüttungssperren im Gesellschaftsrecht der Staaten Europas”, *ZGR*, vol. 34, núm. 6, 2005, pp. 753-787.

LARGO GIL, R., “La información de los accionistas en la fusión de sociedades”, *RDBB*, núm. 38, 1990, pp. 277-318.

- “Adopción de los acuerdos de fusión de sociedades en junta universal”, *RdS*, núm. 2, 1994, pp. 247-258.

- “La nulidad de la sociedad de responsabilidad limitada”, en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F. et al. (Coords.), *Derecho de Sociedades de Responsabilidad Limitada. Estudio sistemático de la Ley 2/1995*, t. 1, Madrid, McGraw-Hill, 1996, pp. 259-301.

- *La fusión de sociedades mercantiles. Fase preliminar, proyectos de fusión e informes*, Madrid, Civitas, 2000.

- “Las fusiones simplificadas y aportaciones de valores mobiliarios cotizados”, *RdS*, núm. 26, 2006, pp. 73-84

- “La simplificación paulatina ¿e imparable? del procedimiento para la fusión de sociedades mercantiles”, en TOBÍO RIVAS, A. M./ FERNÁNDEZ-ALBOR BALTAR, A./ TATO PLAZA, A., *Estudios de Derecho Mercantil. Libro homenaje al Prof. Dr. Dr. h. c. José Antonio Gómez Segade*, Madrid, Marcial Pons, 2013, pp. 221-235.

LÁZARO SÁNCHEZ, E. J., “Art. 239. Balance de fusión”, en ARROYO MARTÍNEZ, I./ EMBID IRUJO, J. M./ GÓRRIZ LÓPEZ, C. (Coords.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, 2ª Ed., vol. III, Madrid, Tecnos, 2009, pp. 2284-2301.

- “La finalidad y la estructura de la acción rescisoria (I)”, *ADCo*, núm. 11, 2007, pp. 53-104.

LEHN, K./ POULSEN, A., “Contractual Resolution of Bondholder-Stockholder Conflicts in Leveraged Buyouts”, *J. L. & Econ.*, nú. 34, 1991, pp. 645-673.

LIEBSCHER, T., “§ 13 Anh.”, en FLEISCHER, H./ GOETTE, W. (Hrsg.), *Münchener Kommentar zum Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung*, München, C. H. Beck, 2010, pp. 947-1369.

LINK, J., “Droht dem Verkäufer von GmbH-Anteilen bei Leveraged-Buyout-Transaktionen eine Haftung für Verbindlichkeiten der Zielgesellschaft”, *ZIP*, núm. 30, 2007, pp. 1397-1401.

LÓPEZ MATEO, M. A., “Asistencia financiera: análisis y crítica del Derecho vigente. Ley 3/2009. (I)”, *RDM*, núm. 272, 2009, pp. 541-618.

- “Asistencia financiera: análisis y crítica del Derecho vigente. Ley 3/2009. (II)”, *RDM*, núm. 273, 2009, pp. 835-892.

LOWENSTEIN, L., “Management Buyouts”, *Colum. L. Rev.*, núm. 85, 1985, pp. 730-784.

LOWRY, J., “The Prohibition Against Financial Assistance: Constructing an Alternative Response”, en PRENTICE, D./ REISBERG, A. (Eds.), *Corporate Finance Law in the UK and EU*, Oxford, Oxford University Press, 2011, pp. 3-25.

LUDWIG, R., “Verbotene finanzielle Unterstützung im Sinne des § 71a Abs. 1 Satz 1 AktG ohne rechtsgeschäftliche Beteiligung der Zielgesellschaft”, en HOFFMANN-BECKING, M./ LUDWIG, R. [Hrsg.], *Liber Amicorum Wilhelm Happ zum 70. Geburtstag am 30. April 2006*, Köln, Carl Heymann, 2006, pp. 131-142.

LUMSDEN, C. G., “Financial assistance problems in management buyouts”, *JBL*, núm. 31, 1987, pp. 111-124.

LUTTER, M., “Die Haftung des herrschenden Unternehmens im GmbH-Konzern. Überlegungen zur „Autokran“- Entscheidung des BGH vom 16.9.1985”, *ZIP*, núms. 23/24, 1985, pp. 1425-1435.

LUTTER, M./ WAHLERS, H. W., “Der Buyout: Amerikanische Fälle und die Regeln des deutschen Rechts”, *AG*, núm. 1, 1989, pp. 1-17.

LUTTER, M./ DRYGALA, T., “§ 71a”, en ZÖLLNER, W./ NOACK, U. (Hrsg.), *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, 3. Auflage, Köln, Carl Heymann, 2011, pp. 290-326.

LLEBOT MAJÓ, O., “El sistema de la responsabilidad de los administradores. Doctrina y jurisprudencia”, *RdS*, núm. 7, 1996, pp. 49-70.

MAGNER, E., “The Power of a Company to Purchase Its Own Shares: A Comparative Approach”, *CSLJ*, núm. 2, 1984, pp. 79-120.

MAJEM SEÑA, J., “Los plazos de cuenta atrás en la Ley de 17 de julio de 1951 sobre régimen jurídico de las sociedades anónimas”, en AA.VV., *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al profesor Antonio Polo*, Madrid, EDERSA, 1981, pp. 475-492.

MALGUZZI, A., “La disciplina del *leveraged buy-out* dopo la riforma del diritto societario”, *Riv. Dott. Comm.*, núm. 6, 2005, pp. 1035-1056.

MANNING, B., “Assets in and Assets out: Chapter VI of the Revised Model Business Corporation Act”, *Tex. L. Rev.*, núm. 63, 1984-1985, pp. 1527-1535.

MANNING, B./ HANKS, J., *Legal Capital*, 3rd. Edition, Westbury (NY), The Foundation Press, 1990.

MANZINI, G., “La fusione c. d. inversa, ossia l’incorporazione della controlante nella controllata”, *Contr. Imp.*, núm. 2, 2000, pp. 850-873.

MARIMÓN DURÁ, R., *La Asistencia Financiera de una Sociedad Limitada a sus Socios, Administradores y otras Sociedades de su Grupo (Del Art. 10 LSRL al Art. 162 TRLSC)*, 2^a Ed., Cizur Menor, Aranzadi, 2010.

MARÍN DE LA BÁRCENA GARCIMARTÍN, F., “Retribución, asistencia financiera y doctrina del vínculo (STS 1^a de 20 de julio de 2010, [RJ 2010, 6563]”, *RdS*, núm. 37, 2011, pp. 367-378.

- “Responsabilidad Concursal”, *ADCo*, núm. 28, 2013, pp. 103-157.

MARTÍ MOYA, V., “Apuntes sobre el régimen de la fusión en la reforma del Derecho de Sociedades en Italia”, *RDM*, núm. 251, 2004, pp. 291-327.

- *El procedimiento de fusión de las sociedades mercantiles: preparación, adopción e impugnación del acuerdo*, Granada, Comares, 2010.

- “El *Merger Leveraged Buy-Out* o fusión apalancada a la luz de la Ley de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles”, *RDM*, núm. 276, 2010, pp. 607-644.

- “Sobre la modificabilidad del proyecto y el acuerdo unánime de fusión en la Ley de Modificaciones Estructurales: el art. 42 LME”, *RdS*, núm. 37, 2011, pp. 87-101.

MARTÍ PELLÓN, J., “Buyouts en España en 2009”, WP, Junio 2010.

MARTÍN REYES, M. A., “El perjuicio como fundamento de la acción rescisoria concursal”, *RDCP*, núm. 12, 2010, pp. 167-196.

MARTÍNEZ SANZ, F., “La nulidad de la fusión en la Ley de Sociedades Anónimas”, *RDM*, núm. 195, 1990, pp. 65-93.

MARX, P., *Der Solvenztest als Alternative zur Kapitalerhaltung in der Aktiengesellschaft*, Baden-Baden, Nomos, 2006.

MATILLA ALEGRE, R., “La autocartera en la Ley de reforma de la legislación mercantil”, *RGLJ*, núm. 4, 1990, pp. 57-76.

MASCAREÑAS PÉREZ-ÍÑIGO, J., “La compra con apalancamiento (*Leveraged Buy-Out*)”, *AF*, núm. 13, 1989, pp. 919-948.

MASSAGUER FUENTES, J., “La reintegración de la masa en el Derecho concursal inglés y estadounidense”, *RDM*, núms. 175-176, 1985, pp. 41-120.

- “La estructura interna de los grupos de sociedades (Aspectos jurídico-societarios)”, *RDM*, núm. 192, 1989, pp. 281-326.

- “La infracapitalización: la postergación legal de los créditos de socios”, en BONARDELL LENZANO, R./ MEJÍAS GÓMEZ, J./ NIETO CAROL, U. (Coords.), *La Reforma de la Sociedad de Responsabilidad Limitada*, Madrid, Dykinson, 1994, pp. 941-977.

- “La cesión global de activo y pasivo”, *RDM*, núm. 228, 1998, pp. 655-678.

McGOUGH, P., “Statutory limits on a corporation’s right to make distributions to shareholders: the law of distribution in the 1984 revised Model Business Corporation Act”, *Akron L. Rev.*, núm. 21, 1987-1988, pp. 27-44.

MEJÍAS GÓMEZ, J., “El régimen de participaciones propias. La modificación de la disciplina sobre acciones propias”, en PRÍES Y PICARDO et al. (Coords.), *La sociedad de responsabilidad limitada*, Madrid, Dykinson, 1998, pp. 373-431.

MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A., “Calificación jurídica del “crédito de descuento” documentado en póliza”, en POLO DÍEZ, A. et al. (Coords.), *Estudios de Derecho bancario y bursátil: homenaje a Evelio Verdera y Tuells*, Madrid, La Ley, 1994, pp. 1797-1811.

MERKT, H., “Der Kapitalschutz in Europa – ein rocher bronze?”, *ZGR*, vol. 33, núms. 3-4, pp. 305-325.

MESSINEO, F., “L’art. 144 Cod. Comm. e i riporti di azioni sociali”, *Riv. Dir. Comm.*, núm. 1, 1926, pp. 394-401.

MEYER, D., *Die Besicherung der Akquisitionsfinanzierung beim Leveraged Buy-Out einer GmbH. Haftungsrisiken und Gestaltungsmöglichkeiten nach MoMiG und Trihotel*, Baden-Baden, Nomos, 2010.

MIOLA, M., “Tutela de los acreedores en las sociedades de capital y técnicas alternativas. El debate entre la tradición europea continental y el punto de vista anglosajón”, en ALONSO LEDESMA, C./ ALONSO UREBA, A./ ESTEBAN VELASCO, G. (Dirs.), *La modernización del Derecho de Sociedades de capital en España. Cuestiones pendientes de reforma*, vol. II, Cizur Menor, Aranzadi, 2011, pp. 19-66.

MINGOT AZNAR, M., “La prohibición general de asistencia financiera del artículo 81.1 LSA en las operaciones apalancadas. A propósito del Auto de la Sección 28ª de la Audiencia Provincial de Madrid de 9 de enero de 2007”, *RdS*, núm. 28, 2007, pp. 371-379.

- “Contenido y alcance del informe de experto independiente en las fusiones apalancadas del art. 35 LME”, *RdS*, núm. 35, 2010, pp. 211-231.

MODIGLIANI, F./ MILLER, M. H., “The cost of capital, corporation finance and the theory of investment”, *Am. Econ. Rev.*, vol. 48, núm. 3, 1958, pp. 261-297.

MONTALENTI, P., *Il Leveraged Buyout*, Milano, Giuffrè, 1991.

- “*Leveraged buyout*: una sentenza chiarificatrice”, *Giur. It.*, núm. 12, 1999, pp. 2105-2110.

- “Il *leveraged buyout* nel nuovo diritto penale commerciale en ella reforma del diritto societario”, *Giur. Comm.*, núm. 1, 2004, pp. 791-818.

MONTANARI, A., “Capitale adeguato all’oggetto sociale o “mezzi propri” proporzionali alle dimensioni? (In margine alla reforma della legge generale sulle società della California)”, *Riv. Soc.*, núm. 2, 1980, pp. 571-578.

MORALEJO MENÉNDEZ, I., “Artículo 143”, en ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A./ BELTRÁN SÁNCHEZ, E. (Dirs.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, vol. I, Madrid, Civitas, 2011, pp. 1096-1103.

- “Artículo 150”, en ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A./ BELTRÁN SÁNCHEZ, E. (Dirs.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, vol. I, Madrid, Civitas, 2011, pp. 1150-1155.

MORANO, A., “Tutela dei soci di minoranza nel *Leveraged Buy-Out*”, *Le Società*, núm. 1, 1990, pp. 11-23.

- “Liceità o illiceità del *leveraged buy-out*?”, *Le Società*, núm. 6, 2000, pp. 885-893.

- “Il *merger leveraged buy-out* alla luce del nuovo art. 2501 bis”, *Le Società*, núm. 7, 2003, pp. 952-959.

MORELLO, U., “Il problema della frode alla legge rivisitato: (fusioni per prevalenti scopi fiscali, leveraged buy-outs e management buy-outs)”, en AA. VV., *Fusioni, concentrazioni e trasformazioni tra autonomia e controllo*, Giuffrè, Milano, 1990, pp. 17-155.

MORENO SERRANO, E., “Adaptación al Derecho italiano de la Directiva 2006/68/CE”, *RdS*, núm. 32, 2009, pp. 569-574.

MORRAL SOLDEVILA, R., “El régimen jurídico del fondo de comercio. Referencia al arrendamiento de empresa”, *RJC*, vol. 92, núm. 4, 1993, pp. 973-984.

MORSE, G. K., “Financial Assistance by a Company for the Purchase of its Own Shares”, *JBL*, núm. 27, 1983, pp. 105-120.

MORTON, S. J., “Fraudulent Conveyance: An Interpretive Analysis of the *Gleneagles Legacy*”, *Cumb. L. Rev.*, núm. 22, 1991-1992, pp. 103-133.

MOTOS GUIRAO, M., *Fusión de sociedades mercantiles*, Madrid, Editorial Revista de Derecho Privado, 1953.

MOYA YOLDI, J./ RUIZ RUBIO, M. C., “La naturaleza jurídica especial de la responsabilidad concursal por el déficit a la luz de los criterios de imputación objetiva contenidos en el artículo 172 bis de la Ley Concursal”, *RAD*, núm. 8, 2012, pp. 21-29.

MÜLBERT, P. O./ BIRKE, M., “Legal Capital – Is There a Case against the European Legal Capital Rules?”, *EBOR*, núm. 3, 2002, pp. 695-732.

MÜLLER, H-F., § “64”, en FLEISCHER, H./ GOETTE, W. (Hrsg.), *Münchener Kommentar zum Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung – GmbHG*, München, C.H. Beck, 2011, pp. 628-699.

MULLERAT BALMAÑA, R. M., “Management and Leveraged Buy-Outs (adquisición de sociedades por sus propios directivos) aspectos jurídicos”, *RJC*, vol. 90, núm. 2, 1991, 337-358.

MURPHY, D. T., “Equity insolvency and the new Model Business Corporation Act”, *U. Rich. L. Rev.*, núm. 15, 1980-1981, pp. 839-871.

NIETO GARCÍA, A., *Derecho administrativo sancionador*, Madrid, Tecnos, 1994.

NIETO ROJAS, P., “La participación de los trabajadores en el capital social mediante operaciones de asistencia financiera. Especial referencia al artículo 81.2 LSA”, *JL*, núm. 29, 2007, pp. 83-100.

NIVEAU, M., *Historia de los hechos económicos contemporáneos*, 4ª Edición, Barcelona, Ariel, 1974.

NUYKEN, A., “Finanzielle Unterstützung bei Private-Equity-Transaktionen – Fallstudien zu § 71a AktG”, *ZIP*, núm. 40, 2004, pp. 1893-1900.

OECHSLER, J., “Änderung der Kapitalrichtlinie und der Rückerwerb eigener Aktien”, *ZHR*, núm. 170, 2006, pp. 72-89.

- “Das Finanzierungsverbot des §71a Abs. 1 Satz 1 AktG bei Erwerb eigener Aktien – Schutzzweck und praktische Anwendung”, *ZIP*, núm. 36, 2006, pp. 1661-1666.

- “§ 71a”, en GOETTE, W./ HABERSACK, M. (Hrsg.), *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, München, C. H. Beck, 2008, pp. 1883-1913.

OLEO BANET, F., *La escisión de la sociedad anónima*, Madrid, Civitas, 1995.

ORTIZ MÁRQUEZ, M., “La asistencia financiera intragrupo. Comentario a la Sentencia de la Audiencia Nacional de 25 de septiembre de 2008”, *RdS*, núm. 34, 2010-2011, pp. 399-420.

OSTERLOH-KONRAD, Ch., “Abkehr vom Durchgriff: Die Existenzvernichtungshaftung des GmbH-Gesellschafters nach “Trihotel””, *ZHR*, núm. 172, 2008, pp. 274-305.

OTTO, H-J., “Buy-Out-Finanzierungen: Neue Akquisitionsstrukturen nach neuem Umwandlungsrecht”, *DB*, núm. 42, 1994, pp. 2121-2124.

PALAO TABOADA, C., “Los “motivos económicos válidos” en el régimen fiscal de las reorganizaciones empresariales”, *EF*, núm. 235, 2002, pp. 63-110.

PANTALEÓN PRIETO, A. F./ PORTELLANO DÍEZ, P., “Arts. 40-41”, en PANTALEÓN PRIETO, A. F./ PORTELLANO DÍEZ, P./ VÉRGEZ SÁNCHEZ, M., *Régimen de las Participaciones Sociales en la Sociedad de Responsabilidad Limitada*, vol. XIV, Madrid, Civitas, 2003, en URÍA GONZÁLEZ, R./ MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./ OLIVENCIA RUIZ, M. (Dirs.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Civitas, Madrid, 2003, pp. 478-486.

PARDOLESI, R., “Leveraged Buyout: una novità a tinte forti (o fosche?)”, *Giur. Comm.*, núm. 1, 1989, pp. 402-419.

PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., “Sobre la infracapitalización de las sociedades”, *ADC*, vol. 36, núm. 4, 1983, pp. 1587-1639.

- “Negocios sobre las propias acciones”, en ALONSO UREBA, A./ CHICO ORTIZ, J. M./ LUCAS FERNÁNDEZ, F., *La reforma del derecho español de sociedades de capital (reforma y adaptación de la legislación mercantil a la normativa comunitaria en materia de sociedades)*, Madrid, Colegio Nacional de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, 1987, pp. 473-630.

- “Sistema de deudas de dinero (Notas para una revisión de la doctrina española)”, en POLO DÍEZ, A. et al. (Coords.), *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil: homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, Madrid, La Ley, 1994, pp. 2071-2103.

- “La infracapitalización. Una aproximación contractual”, *RdS*, núm. Extraordinario, 1994, pp. 253-269.

- “La responsabilidad de los administradores como estrategia de gobierno corporativo”, *RdS*, núm. 20, 2003, pp. 67-109.

- “Aproximación al estudio de los squeeze-outs en el Derecho español”, *RDBB*, núm. 91, 2003, pp. 7-38.

PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./ ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Ensayo sobre la libertad de empresa”, en CABANILLAS SÁNCHEZ, A. (Coord.), *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Luis Díez-Picazo*, Madrid, Civitas, 2003, pp. 5971-6040.

PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./ PERDICES HUETOS, A. B., “Art. 81”, en PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./ PERDICES HUETOS, A. B., *Negocios sobre las propias acciones*, vol. IV, Madrid, Civitas, 2003, en URÍA GONZÁLEZ, R./ MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./ OLIVENCIA RUIZ, M.

(Dirs.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Madrid, Civitas, 2003, pp. 381-494

PELLENS, B/ SELLHORN, T., “Improving Creditor Protection through IFRS Reporting and Solvency Tests”, en LUTTER, M. (Ed.), *Legal Capital in Europe*, Berlin, DeGruyter, 2006, pp. 365-393.

PENNINGTON, R. R., “The Report of the Company Law Committee”, *Mod. L. Rev.*, núm. 25, 1962, pp. 703-710.

PÉREZ BUSTAMANTE, D., “Régimen fiscal de las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. Análisis de la divergencia entre la categorización tributaria procedente del Derecho Comunitario y la reciente reformada categorización mercantil”, *PSF*, núm. 101, 2011, pp. 19-30.

PÉREZ MORIONES, A., “Algunas consideraciones sobre el alcance de la legitimación activa para la impugnación de acuerdos sociales nulos: a propósito de la Sentencia del Tribunal Supremo, de 18 de junio de 2012”, *Diario La Ley*, núm. 8000, 2013.

PÉREZ TROYA, A., *La tutela del accionista en la fusión de sociedades*, Madrid, Civitas, 1998.

- *La determinación del tipo de canje en la fusión de sociedades*, Madrid, Marcial Pons, 1998.

PERRINO, M., “La riforma della disciplina delle fusioni di società”, *Riv. Soc.*, vol. 48, núm. 2-3, 2003, pp. 507-538.

PETTET, B. G., “Developments in the law of financial assistance for the purchase of shares”, *JBL*, núm. 3, 1988, pp. 96-110.

PIACENTINI, V., “Il nuovo articolo 2358 C.C.: ulteriore tassello alla difficile disciplina del *Merger Leveraged Buy-Out*”, en VENTORUZZO, M. (Coord.),

Scritti Giuridici per Piergaetano Marchetti: liber discipulorum, Milano, Egea, 2011, pp. 507-523.

PICONE, L. G., “Liceità del “merger leveraged buy-out”?”, *Le Società*, núm. 6, 2000, pp. 711-723.

- *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del leveraged buy out*, Milano, Giuffrè, 2001.

- “Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario”, *Contr. Imp.*, núm. 3, 2003, pp. 1391-1453.

PICOT, G., “Vertragliche Gestaltung besonderer Erscheinungsformen der Mergers & Acquisitions”, en PICOT, G. (Hrsg.), *Handbuch Mergers & Acquisitions. Planung, Durchführung, Integration*, 5. Auflage, Stuttgart, Schäffer Poeschel, 2012, pp. 368-483.

PINDYCK, R. S./ RUBINFELD, D. L., *Microeconomics*, 5th Edition, New Jersey, Prentice Hall, 2000.

POLACK, K., “Companies Act 1985 – Scope of section 153”, *CLJ*, núm. 47, 1988, pp. 359-362.

PORTER, M. E., *Competitive Advantage. Creating and Sustaining Superior Performance*, New York, The Free Press, 1985.

PRADA LARREA, J. L., “Consecuencias fiscales del Impuesto sobre Sociedades de la nueva Ley de Modificaciones Estructurales”, *RTT*, núm. 86, 2009, pp. 21-53.

PREITE, D., “I merger leveraged buy-outs e gli artt. 2357 e 2358 c. c.”, *Giur. Comm.*, núm. 2, 1993, pp. 104-125.

PRIESTER, H.-J., “Kapitalaufbringung beim Cash Pool – Kurswechsel durch das MoMiG?”, *ZIP*, núm. 34, 2006, pp. 1557-1560.

PUIG BRUTAU, J., “La responsabilidad de los administradores de la sociedad anónima”, *RDPA*, núm. 45, 1961, pp. 361-371.

PULGAR EZQUERRA, J., “Reestructuración de sociedades de capital y abuso de minorías”, *RDBB*, núm. 129, 2013, pp. 7-34.

QUEENAN JR., J. F., “The Collapsed Leveraged Buyout and the Trustee in Bankruptcy”, *Cardozo L. Rev.*, núm. 11, 1989-1990, pp. 1-49.

QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La responsabilidad de los administradores concursales”, *RDCP*, núm. 7, 2007, pp. 17-38.

- “Las irregularidades relevantes en la contabilidad como hecho de concurso culpable (STS 16.1.2012)”, *ADCo*, núm. 27, 2012, pp. 359-371.

- “La responsabilidad concursal tras la Ley 38/2011, de reforma de la Ley Concursal”, *RDCP*, núm. 18, 2013, pp. 51-66.

- “La acción social de responsabilidad contra los administradores: el acuerdo y legitimación para ejercitarla. Comentario a la Sentencia 380/2012, de 5 de diciembre de 2012, de la Audiencia Provincial de Madrid, Sección 28”, *RDM*, núm. 290, 2013, pp. 437-453.

REBOA, M., “Le operazioni di *leveraged buy out* e l’art 2501 bis c.c.: prime considerazioni”, *Riv. Dott. Comm.*, núm. 6, 2003, pp. 1203-1217.

RECALDE CASTELLS, A., “Operazioni sulle proprie azioni”, en CAMPOBASSO, F. (Dir.), *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capital*, v. 1, Milano, Giuffrè, 2003, pp. 529-569.

REDONDO TRIGO, F., “La legitimación activa del adquirente de participaciones sociales para la impugnación de acuerdos sociales en la Sentencia del Tribunal Supremo de 18 de junio de 2012”, *RCDI*, núm. 734, 2012, pp. 3639-3654.

RIBAS FERRER, V., “Deberes de los administradores en la Ley de Sociedades de Capital”, *RdS*, núm. 38, 2012, pp. 73-154.

RICKFORD, J. (Ed.), “Reforming Capital. Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance”, *EBLR*, núm. 15, 2004, pp. 919-1027.

RIEGGER, B., “Kapitalgesellschaftsrechtliche Grenzen der Finanzierung von Unternehmensübernahmen durch Finanzinvestoren”, *ZGR*, vol. 37, núm. 2-3, 2008, pp. 233-249.

RÖCK, S., *Die Rechtsfolgen der Existenzvernichtungshaftung*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2011.

RODAS PAREDES, P. N., *Libertad de establecimiento y movilidad internacional de las sociedades mercantiles*, Granada, Comares, 2011.

ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., “S. A., S. en C.”, *RDM*, núm. 156, 1980, pp. 245-254.

- “Actividad económica pública y actividad económica privada en la Constitución española”, *RDM*, núm. 169-170, 1983, pp. 309-344.

- “La fusión de sociedades anónimas”, en ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A. (Dir.), *La reforma de la ley de sociedades anónimas*, Madrid, Civitas, 1987, pp. 345-387.

- “La sociedad anónima como problema”, *RDM*, núms. 187-188, 1988, pp. 7-34.

ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A./ BELTRÁN SÁNCHEZ, E., “El capital social mínimo. Consideraciones de política y de técnica legislativas”, *RDM*, núms. 187-188, 1988, pp. 149-174.

RÖMERMANN, V./ PASSARGE, M., “Die GmbH & co. KG ist tot – es lebe die UG & co. KG”, *ZIP*, núm. 32, 2009, pp. 1497-1503.

RONCERO SÁNCHEZ, A., “Fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento del adquirente”, en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F. et al. (Dirs.), *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, vol. I, Cizur Menor, Aranzadi, 2009, pp. 721-766.

- “La compra y venta forzosa de acciones (sell out y squeeze out)”, *RdS*, núm. 33, 2009, pp. 45-72.

- “Ámbito de la exigencia del informe de expertos independientes en caso de fusiones posteriores a adquisiciones apalancadas”, *RdS*, núm. 35, 2010, pp. 257-265.

ROTH, W-H., ““Video”-Nachlese oder das (immer noch) vergessene Gemeinschaftsrecht”, *ZIP*, núm. 15, 1992, pp. 1054-1057.

RUBIO GARCÍA-MINA, J., “El principio de conservación de la empresa y la disolución de sociedades mercantiles en Derecho español”, *RDP*, núm. 23, 1935, pp. 288-306.

RUDOLPH, B., “Funktionen und Regulierung der Finanzinvestoren”, *ZGR*, vol. 37, núms. 2-3, 2008, pp. 161-184.

SABINO, A. M., “Applying the Law of Fraudulent Conveyances to Bankrupt Leveraged Buyouts. The Bankruptcy Code Increasing Leverage over Failed LBOs”, *N. D. L. Rev.*, núm. 69, 1993, pp. 15-55.

SACCHI, A., “Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento e attività del revisore. Le relazioni ai sensi dell’art. 2501-bis comma 4 e 5 c. c.”, *Cont. nelle soc.*, núm. 2, 2006, pp. 170-194.

SÁENZ GARCÍA DE ALBIZU, J. C., *El objeto social en la sociedad anónima*, Madrid, Civitas, 1990.

SACRISTÁN REPRESA, M., “El grupo de estructura paritaria: caracterización y problemas”, *RDM*, núm. 165-166, 1982, pp. 375-442.

SALAFIA, V., “Il “leveraged buy out” nella riforma societaria”, *Le Società*, núm. 8, 2004, pp. 935-937.

SALDAÑA VILLOLDO, B., *La acción individual de responsabilidad: su significación en el sistema de responsabilidad de administradores sociales (estudio jurisprudencial)*, Valencia, Tirant Lo Blanch, 2009.

SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Acotaciones a una doctrina reciente en materia de pago y aplicación del dividendo”, *RGD*, núm. 584, 1993, pp. 4701-4759.

- “*Stock options*, asistencia financiera de la sociedad y otras paradojas (el revés de la trama)”, en SÁNCHEZ CALERO, F./ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W. (Dirs.), *La retribución de los administradores en las sociedades cotizadas. Estudio especial de las opciones sobre acciones y otros derechos referidos a cotizaciones*, Madrid, Colex, 2003, pp. 91-127.

SÁNCHEZ CALERO, F., “Supuestos de responsabilidad de los administradores en la sociedad anónima”, en AA.VV., *Derecho mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Madrid, Civitas, 1991, pp. 903-934.

- “Insuficiencia del capital social y postergación legal de los créditos”, *AAMN*, núm. 34, 1995, pp. 141-168.

- *Los administradores en las sociedades de capital*, 2ª Ed., Madrid, Civitas, 2007.

SÁNCHEZ DAFOS, J. A., “El efecto de la prohibición de asistencia financiera en las operaciones de Forward Merger LBO en España y el efecto de la reforma en Italia”, *RdS*, núm. 24, 2005, pp. 487-510.

SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “El interés social y los varios intereses presentes en la sociedad anónima cotizada” *RDM*, núm. 246, 2002, pp. 1653-1726.

- “Informe de administradores y de los expertos independientes. Balance de fusión”, en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F. et al. (Dir.), *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Cizur Menor, Aranzadi, 2009, pp. 489-526.

- “La acción social de responsabilidad (algunas cuestiones pendientes)”, *RDM*, núm. 279, 2011, pp. 95-123.

SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J./ FERNÁNDEZ TORRES, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (oportunidad y acierto del art. 35 LME)”, *RDCP*, núm. 14, 2011, pp. 109-133.

SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., “De los negocios sobre las propias participaciones sociales”, en GARRIDO DE PALMA, V. (Dir.), *La sociedad de responsabilidad limitada*, Madrid, Trivium, 1996, pp. 889-964.

SANCHO GARGALLO, I., “Reintegración de la masa del concurso: Aspectos procesales de la acción rescisoria concursal”, *RJC*, vol. 105, núm. 2, 2006, pp. 321-342.

SANTELLA, P./ TURRINI, R., “Capital Maintenance in the EU: Is the Second Company Law Directive Really That Restrictive?”, *EBOR*, núm. 9, 2008, pp. 427-461.

SCHÄFFER, F., “Finanzierung von LBO-Transaktionen: Die Grenzen der Nutzung des Vermögens der Zielgesellschaft”, *BB*, vol. 61, núm. 48, 2006, pp. 1-12.

SCHALL, A., *Kapitalgesellschaftsrechtlicher Gläubigerschutz*, München, C. H. Beck, 2009.

SCHANZE, E., “Gesellschafterhaftung für unlautere Einflussnahme nach §826 BGB: Die Trihotel-Doktrin des BGH”, *NZG*, núm. 18, 2007, pp. 681-686.

SCHLESINGER, P., “*Merger leveraged buy out* e riforma societaria”, *Corr. Giur.*, núm. 6, 2003, pp. 705-706.

SCHMIDT, K., *Handelsrecht*, Köln, Carl Heymanns, 1999.

- “Die GmbH & Co. KG als Lehrmeisterin des Personengesellschaftsrechts”, *JZ*, núm. 9, 2008, pp. 425-436.

SCHMITTHOFF, C., “The United Kingdom Companies legislation of 1985”, *CMLR*, núm. 22, 1985, pp. 678-682.

SCHMITTHOFF, C./ THOMPSON, J., *Palmer’s Company Law*, London, Steven & Sons, 1968.

SCHMOLKE, K. U., “Finanzielle Unterstützung des derivative Aktienerwerbs – Gläubiger und Aktionärschutz nach der geplanten Änderung der Kapitalrichtlinie”, *WM*, núm. 39, 2005, pp. 1828-1837.

SCHNEIDER, U., “Missbräuchliches Verhalten durch Private Equity”, *NZG*, núm. 23, 2007, pp. 888-893.

SCHÖN, W., “Kreditbesicherung durch abhängige Kapitalgesellschaften”, *ZHR*, núm. 159, 1995, pp. 351-374.

- “Entwicklung und Perspektiven des Handelbilanzrechts: vom ADHGB zum IASC”, *ZHR*, núm. 161, 1997, pp. 133-159.

- “The Future of Legal Capital”, *EBOR*, núm. 5, 2004, pp. 429-448.

SCHRELL, T. K., “Fremdfinanzierte Unternehmenskäufe nach der KBV-Entscheidung des BGH: Sicherheitenpakete als existenzvernichtender Eingriff??”, *BB*, núm. 28/29, 2003, pp. 1451-1456.

SCHROEDER, U., *Finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs. Der § 71 a Abs. 1 AktG und sein Vorbild im englischen Gesellschaftsrecht*, Köln, Carl Heymann, 1995.

SCODITTI, E., “Il caso Farmitalia fra “leveraged buyout” ed acquisto di azioni proprie per interposta persona”, *Foro It.*, núm. 2, 1993, pp. 167-182.

SCOGNAMIGLIO, G., “Sulla inesistenza giuridica del negozio di fusione”, *Riv. Dir. Comm.*, núms. 1-2, 1992, 1027-1051.

SCOTTI CAMUZZI, S., “Acquisto delle proprie azioni, utile e utile di esercizio”, *Riv. Soc.*, núm. 2, 1970, pp. 617-658.

SEGURA DE LASSALETTA, R., “Las operaciones de adquisición apalancada. Cuestiones generales”, en TRÍAS SAGNIER, M. (Coord.), *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España*, Madrid, Marcial Pons, 2006, pp. 137-154.

SEIBT, C. H., “Gläubigerschutz bei Änderung der Kapitalstruktur durch Erhöhung des Fremdkapitalanteils (Leveraged Recapitalization/ Leveraged Buy Out)”, *ZHR*, núm. 171, pp. 282-314.

SEQUEIRA MARTÍN, A., “El control de legalidad y la publicidad en la fusión según la Tercera Directriz (78/855/CEE) concerniente a la fusión interna de las sociedades por acciones. Dificultades que puede plantear una futura adecuación de nuestra legislación”, *RCDI*, núm. 60, 1984, pp. 83-127.

- “La fusión y la escisión (Tercera y Sexta Directivas)”, en GARCÍA DE ENTERRÍA Y MARTÍNEZ-CARANDE, E., *Tratado de Derecho comunitario europeo*, t. III, Madrid, Civitas, 1986, pp. 27-72.

- “El concepto de fusión y sus elementos componentes”, en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F. et al. (Dir.), *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, vol. I, Cizur Menor, Aranzadi, 2009, pp. 375-420.

SERRANO ACITORES, A., *Leveraged Buyouts: El Sistema Contractual de las Adquisiciones Apalancadas de Empresas por Operadores de Capital Riesgo*, Cizur Menor, Aranzadi, 2013

SERRANO CAÑAS, J. M., “La incorporación de la “Business Judgment Rule” al Derecho español. El proyectado art. 226 de la Ley de Sociedades de Capital”, *La Ley Mercantil*, núm. 6, 2014, pp. 30-44.

SERRAO D’AQUINO, P., “Articolo 2501 bis. Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento”, en SANDULLI, M./ SANTORO, V. (Coord.), *La riforma delle società. Commentario del d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6. Società a responsabilità limitata, liquidazione, gruppi, trasformazione, fusione, scissione. Artt. 2462-2510 cod. civ.* Torino, Giappichelli, 2003, pp. 424-427.

SHAVELL, S., *Economic analysis of law*, New York, Foundation Press, 2004.

SHERWIN, E. L., “Creditors’ Rights Against Participants in a Leveraged Buyout”, *Minn. L. Rev.*, núm. 72, 1987-1988, pp. 449-521.

SIEGER, J. J./ HASSELBACH, K., “Break Fee-Vereinbarung bei Unternehmenskäufen. Im Blickpunkt: Zulässigkeit und Vertragsgestaltung nach deutschem Gesellschaftsrecht”, *BB*, núm. 13, 2000, pp. 625-631.

SILVERMAN, J. N., “*In Re* Munford and the Trustee in Bankruptcy: Should Georgia’s Distribution Statue Apply to Leveraged Buyouts”, *Bankr. Dev. J.*, núm. 15, 1998-1999, pp. 519-553.

SILVESTRI, M., “The New Italian Law on Merger Leveraged Buy-Outs: A Law and Economics Perspective”, *EBOR*, núm. 6, 2005, pp. 101-147.

SINGHOF, B., “Zur finanziellen Unterstützung des Erwerbs eigener Aktien durch Kreditinstitute”, *NZG*, núm. 16, 2002, pp. 745-751.

SLOAN, P. A., “Leveraged Buyouts and Fraudulent Conveyances: Lenders and Shareholders Beware”, *Mo. L. Rev.*, núm. 53, 1988, pp. 761-777.

SMITH JR., C. W./ WARNER, J. B., “On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants”, *J. Fin. Econ.*, núm. 7, 1979, pp. 117-161.

SODOLKOWITZ, H. D./ BERGMANN, A., “§ 138”, en KIRCHHOF, H-P./ LWOWSKI, H-J./ STÜRNER, R. (Hrsg.), *Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung*, München, C. H. Beck, 2008, pp. 789-802.

SÖHNER, M., “Leveraged-Buy-Outs und Kapitalschutz”, *ZIP*, núm. 44, 2011, pp. 2085-2091.

SPENGLER, M., *Managementbeteiligung im Rahmen von Institutional Buy-Out Transaktionen*, Baden-Baden, Nomos, 2008.

SPINDLER, G., “Prognosen im Gesellschaftsrecht”, *AG*, núm. 19, 2006, pp. 677-689.

- “Der Gläubigerschutz zwischen Gesellschafts- und Insolvenzrecht”, *JZ*, núm. 17, 2006, pp. 839-850.

- “Kausalität im Zivil- und Wirtschaftsrecht”, *AcP*, núm. 208, 2008, pp. 283-344.

-, “Konzernfinanzierung“, *ZHR*, 171, 2007, pp. 245-281.

SPOLIDORO, M. S., “Incorporazione della controlante nella controllata e “leveraged buy out””, *Le Società*, núm. 1, 2000, pp. 75-90.

- “Fusioni pericolose (*merger leveraged buy-out*)”, *Riv. Soc.*, vol. 49, núm. 2-3, 2004, pp. 229-276.

STEARNS, R. J./ KANDESTIN, C. D., “Delaware’s solvency test: what is it and does it make sense? A comparison of solvency tests under the Bankruptcy Code and Delaware Law”, *Del. J. Corp. L.*, núm. 36, 2011, pp. 165-187.

STEFFEK, F., *Gläubigerschutz in der Kapitalgesellschaft. Krise und Insolvenz im englischen und deutschen Gesellschafts- und Insolvenzrecht*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2011.

STIGLITZ, J. E./ WEISS, A., “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, *Am. Econ. Rev.*, vol. 71, núm. 3, 1981, pp. 393-410.

STRAMPELLI, G., “The IAS/IFRS after the crisis: limiting the impact of fair value accounting on companies’ capital”, *ECFR*, vol. 8, núm. 1, 2011, pp. 1-29.

- “Rendering (Once More) the Financial Assistance Regime More Flexible”, *ECFR*, vol. 9, núm. 4, 2012, pp. 530-570.

SUÁREZ-LLANOS GÓMEZ, L., “Responsabilidad de los administradores de Sociedad Anónima (Disciplina de la acción social)”, *ADC*, vol. 15, núm. 4, 1962, pp. 921-998.

TAMBURINI, M., “Art. 2501 bis (Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento)”, en MAFFEI ALBERTI, A. (Coord.), *Il nuovo Diritto delle società. Commento sistematico al D. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 aggiornato al D. lgs. 28 dicembre 2004, n. 310*, vol. IV, Padova, CEDAM, 2005, pp. 2519-2534.

TASMA, M., *Leveraged Buyout und Gläubigerschutz*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2012.

THOLE, Ch., *Gläubigerschutz durch Insolvenzrecht. Anfechtung und verwandte Regelungsinstrumente in der Unternehmensinsolvenz*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2009.

TRÍAS SAGNIER, M., “La problemática de asistencia financiera”, en TRÍAS SAGNIER, M., (Coord.), *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España. Entidades y operaciones*, Madrid, Marcial Pons, 2006, pp. 155-176.

ULMER, P., “Gläubigerschutz im “qualifizierten” faktischen GmbH-Konzern. Bemerkungen zum „Autokran“- Urteil des BGH vom 16.9.1985”, *NJW*, núm. 25, 1986, pp. 1579-1586.

URÍA GONZÁLEZ, R., “Teoría de la concentración de empresas”, *RDM*, núm. 24, 1949, pp. 315-348.

- “Derecho fiscal y Derecho mercantil. Sus influencias recíprocas”, *AAMN*, núm. 2, 1944, pp. 269-291.

VALPUESTA GASTAMINZA, E., “Art. 405”, en ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A./ BELTRÁN SÁNCHEZ, E. (Dirs.), *Comentario de la ley de sociedades de capital*, Madrid, Civitas, 2011, pp. 2775-2781.

VAN DER LINDE, K., “The solvency and liquidity approach in the Companies Act 2008”, *J. S. Afr. L.*, núm. 34, 2009, pp. 224-240.

VAÑÓ VAÑÓ, M. J., “Fusiones heterogéneas”, en TRÍAS SAGNIER, M., *Las operaciones societarias de modificación estructural: análisis de su tratamiento jurídico, tributario y contable*, Valencia, Tirant Lo Blanch, 2001, pp. 249-284.

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

VÁZQUEZ CUETO, J. C., *Régimen jurídico de la autocartera*, Madrid, Marcial Pons, 1995.

VELASCO SAN PEDRO, L., “La prohibición de que las sociedades presten con la garantía de acciones emitidas por ellas mismas”, *RDBB*, núm. 19, 1985, pp. 557-592.

- “Arts. 39-42”, en ARROYO MARTÍNEZ, I./ EMBID IRUJO, J. M. (Dirs.), *Comentarios a la Ley de Sociedades de Responsabilidad limitada*, Madrid, Tecnos, 1997, pp. 455-513.

- “La adquisición de acciones propias: problemas de política jurídica y tendencias legislativas”, *RdS*, núm. 11, 1998, pp. 33-78.

- “La reforma de la asistencia financiera en Europa”, en AA.VV., *Estudios de derecho de sociedades y derecho concursal: libro homenaje al profesor Rafael García Villaverde*, vol. III, Madrid, Marcial Pons, 2007, pp. 1655-1682.

- “Los negocios sobre las propias participaciones y acciones”, *RdS*, núm. 36, 2011, pp. 123-132.

VENTURA-TRAVESET HERNÁNDEZ, A., “Sociedad comanditaria por acciones”, *AAMN*, núm. 30, 199, pp. 93-128.

VERSE, D., “Compliance im Konzern”, *ZHR*, núm. 175, 2011, pp. 401-424.

VIANDIER, A., “L’article 217-9 de la loi du 24 juillet 1966 et le rachat d’entreprise”, *JCP*, núm. 2, 1990, pp. 48-53.

VICARI, A., “I conflitti d’interessi di amministratori e soci della società target nel leveraged buy out”, en ABBADESSA, P./ PORTALE, G. B., (Dirs.), *Il nuovo Diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. IV, Torino, UTET, 2007, pp. 267-310.

- “La nuova disciplina dell’assistenza finanziaria”, en SACCHI, R. (Coord.), *Studi in ricordi di Pier Giusto Jaeger*, Milano, Giuffrè, 2011, pp. 645-678.

VICENT CHULIÁ, F., “La fusión propia y las fusiones impropias en el Derecho español”, en AA.VV., *Estudios jurídicos en homenaje a Joaquín Garrigues*, t. III, Madrid, Tecnos, 1971, pp. 482-508.

- “Introducción general a las relaciones entre el Derecho mercantil y el Derecho fiscal”, *HPE*, núm. 94, 1985, pp. 79-110.

- “Norma aplicable, analogía, fraude de ley “and all that” en el Derecho de sociedades”, *RGD*, núm. 615, 1995, pp. 13523-13539.

- “Ley de Modificaciones Estructurales: Opciones de la Ley”, *El Notario del s. XXI*, núm. 28, 2009.

- “Análisis crítico de la Ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles”, *La Notaría*, núm. 1, 2010, pp. 9-27.

- *Introducción al Derecho Mercantil*, 23ª Ed., Valencia, Tirant Lo Blanch, 2012.

- “La Ley de apoyo a los emprendedores y a su internacionalización (LAEI): aspectos mercantiles”, *RdP*, núm. 33, 2014, pp. 23-70.

VINUESA MAGNET, J., “Régimen fiscal de las fusiones apalancadas”, *RECR*, núm. 1, 2012, pp. 63-68.

VIVANTE, C., “I sindacati per la compera e la vendita delle azioni”, *Riv. Dir. Comm.*, núm. 1, 1904, pp. 265-273.

VIVES RUIZ, F., *La validez de los LBO en el Derecho español*, tesis doctoral inédita leída en la Universidad Pontificia de Comillas, 2009.

VIVES RUIZ, F./ TAPIAS MONNÉ, A., “La Ley de Modificaciones Estructurales. Una norma técnicamente fallida”, *InDret*, núm. 4, 2013.

VON DRYGALSKI, A., “Private Equity (Finanzinvestoren, Buy Out, Venture Capital)”, en HOLZAPFEL, H.-J./ PÖLLATH, R. (Hrsg.), *Unternehmenskauf in Recht und Praxis*, 14. Auflage, Köln, RWS, 2010, pp. 293-362.

WAHL, J. B./ WAHL, E. T., “Fraudulent Conveyance Law and Leveraged Buyouts: Remedy or Insurance Policy?”, *Wm. Mitchell L. Rev.*, núm. 16, 1990, pp. 343-382, particularmente, pp. 345-346.

WEBER, D., “GmbH-rechtliche Probleme des Management Buy-Out”, *ZHR*, núm. 155, 1991, pp. 120-131.

WEINHEIMER, S., “Private Equity”, en HÖLTERS, W./ LUCKS, K., *Handbuch Unternehmenskauf*, 7. Auflage, Köln, Otto Schmidt, 2010, pp. 1145-1197.

WESTERMANN, H. P., “Kapitalschutz als Gestaltungsmöglichkeit”, *ZHR*, núm. 172, 2008, pp. 144-169.

WITT, C.-H., “Rechtsfolgen eines Verstoßes gegen § 57 AktG. Zugleich zur Reichweite des § 112 AktG – Besprechung von BGH, Urt. V. 12.3.2013 – ZR 179/12, NJ“, 1742”, *ZGR*, vol. 42, núm. 5, pp. 668-685.

WYMEERSCH, E., “Article 23 of the second company law directive: the prohibition on financial assistance to acquire shares of the company”, en BASEDOW, J./ HOPT, K. J./ KÖTZ, H. (Hrsg.), *Festschrift für Ulrich Drobnig zum siebzigsten Geburtstag*, Tübingen, Mohr Siebeck, 1999, pp. 725-747.

YOUNGSON, A. J., *Britain's economic growth, 1920-1966*, New York, George Allen & Unwin, 1967.

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

ZABALETA DÍAZ, M., *El principio de conservación de la empresa en la Ley Concursal*, Cizur Menor, Aranzadi, 2006.

Zahrte, K., *Finanzierung durch Cash Pooling im internationalen mehrstufigen Konzern nach dem MoMiG*, Berlin, Duncker & Humblot, 2010.

ZUNZUNEGUI PASTOR, F., *Derecho del mercado financiero*, Madrid, Marcial Pons, 2005.

ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J., *La oferta pública de adquisición (O.P.A.)*, Madrid, Bolsa de Madrid, 1980.

- “Consideraciones para el estudio del régimen español de la oferta pública de adquisición de valores mobiliarios”, *RDBB*, núm. 4, 1981, pp. 751-772.

- “El régimen español de la OPA (Análisis del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio)”, en POLO DÍEZ, A. et al. (Coords.), *Estudios de Derecho bancario y bursátil: homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, Madrid, La Ley, 1994, pp. 2895-2929.

JURISPRUDENCIA

I. TRIBUNALES ESPAÑOLES

AAP Madrid, de 9 de enero de 2007 (AC\2007\1160)

SAN de 25 de septiembre de 2008 (AC\2008\2623)

SAP de Asturias 189/2012, de 7 de mayo de 2012 (JUR\2012\189927)

STS 376/2012, de 18 de junio de 2012 (RJ 2012\6850)

II. TRIBUNALES INGLESES

Trevor v. Whitworth (1887), 12 App. Cas. 409, H. L.

Re V. G. M. Holdings Ltd, Ch. 1942

Belmont Finance Corporation v. Williams Furniture, All E. R. 1980

Brady v. Brady, [1988] BCLC 579

III. TRIBUNALES ITALIANOS

Tribunale di Milano, 14 maggio 1992 (*Farmitalia Carlo Erba*)

Tribunale di Milano, 30 giugno 1992 (*Farmitalia Carlo Erba*)

Tribunale di Ivrea, 12 agosto 1995 (*Manifattura di Cuorgnè*)

Tribunale di Milano, 13 maggio 1999 (*Trenno*)

IV. TRIBUNALES ALEMANES

BGH, Urt. v. 16.9.1985 – II ZR 275/84, BGHZ 95, 330-349. (*Autokran*)

BGH, Urt. v. 23.9.1991 – ZR 135/90, BGHZ, 115, 187-203 (*Video*)

BGH, Urt. v. 29.3.1992 – ZR 265/91, BGHZ, 122, 123-136 (*TBB*)

BGH, Urt. v. 17.9.2001 – ZR 178/99, BGHZ, 149, 10-28 (*Bremer Vulkan*)

BGH, Urt. v. 24.6.2002 – ZR 300/00, BGHZ, 151, 181-188 (*Trihotel*)

V. TRIBUNALES ESTADOUNIDENSES

Munford v. Valuation Research Co., 97 F.3d 456 (11th Cir. 1996)

C-T of Virginia, Inc. v. Barrett, 958 F.2d 606 (4th Cir. 1992)