



Régimen de la adquisición apalancada de empresas en España

AUTOR: Sastre Vicente, Núria

TUTOR: Martínez Cañellas, Anselmo M.

Índice:

1. Introducción.....	3
2. Prohibición compra apalancada de empresas.....	5
2.1. Análisis de la prohibición.....	6
2.2.Excepciones a la prohibición.....	7
2.3. Justificación de la prohibición.....	9
3.Fusión apalancada.....	11
4. Modificación de la Segunda Directiva Europea.....	14
5. Real Decreto-ley 4/2014, de 7 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial.....	17
6. Conclusión.....	18
7. Bibliografía.....	20

1. Introducción

El objeto del presente trabajo es acercarme al concepto de la compraventa apalancada de empresas en el marco de la Unión Europea. Concretamente, en como el ordenamiento jurídico español ha introducido la normativa comunitaria correspondiente en esta materia.

En primer lugar, debemos acercarnos al concepto de compraventa apalancada de empresas. De modo que el *leverage buy out*¹, en adelante LBO, o compraventa apalancada tal y como el profesor Van Thienen entiende *“es una operación jurídica compleja cuyo objetivo es la adquisición de una empresa aprovechando la deducibilidad impositiva de los intereses de financiamiento y el efecto amplificador que el empleo del endeudamiento genera, maximizando la rentabilidad empresarial”*. Concretando un poco más, la operación jurídica compleja consiste en que una empresa denominada Shell Company tome el control de la mayoría del capital social de otra empresa, denominada Target Company, financiando una parte importante de la misma. La principal característica de la operación es que la deuda fruto de la compraventa se garantiza con los activos de la Target y con los flujos de caja esperados de esta.

En consecuencia, podemos afirmar que la compraventa apalancada de empresas tiene como resultado que la Shell Company traslada sobre el patrimonio de la Target Company el coste de su adquisición.

Los sujetos que intervienen en este tipo de operaciones pueden ser de muy diversa índole. En especial el comprador podrá ser un comprador, inversor industrial, capitalista, un fondo de capital riesgo o capital privado. Y, por lo tanto, el contenido del contrato podrá ser totalmente distinto dependiendo de los propósitos del comprador en la operación.²

El LBO ha asumido diferentes variantes como el :

- MBO. *Managent Buy Out*, consisten en la compra de la target por los ejecutivos de la empresa.

¹ O *“Stock Leverage”* de acuerdo con el término inglés.

² Cazorla Serrano *“Compraventa de Empresa/Operación de M&A”* <http://luiscazorla.com/2013/10/compraventa-de-empresaoperacion-de-ma/>

Grado en Derecho: Trabajo de fin de grado

-

- MBI. Managent Buy In en el que grupo de inversores ajenos de la sociedad y toman su control accediendo como administradores.
- BIMBO.La combinación de las dos anteriores.
- LEBO. Leveraged Employee buy-out en el que los empleados son los adquirentes de la Target.
- IBO Instucional buy-out en el que son promotores internacionales los que compran la Target.
- PtoP. Transacciones Public to Private, operación consistente en la adquisición de una sociedad cotizada para su posterior exclusión de negociación, adquisición que requiere la oferta pública de adquisición de acciones (OPA).³

Dependiendo del subtipo de LBO estemos hablando tendrá un estatuto jurídico distinto. Pero todas ellas coinciden en que la deuda que contrae la sociedad adquieren debe ser satisfecha con los recursos de la Target.

³ Fernandez Fernandez “La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones como obstáculo a ciertas compras apalancadas de empresas, o leveraged buy-outs” Revista de Derecho Mercantil N°232.

2. Prohibición de la compraventa apalancada de empresas.

El hecho de recurrir a los activos y flujos de la Target Company como garantía de la deuda que ha generado la financiación de su compra es, básicamente, la explicación a la prudencia del legislador a la hora de tratar estas operaciones.

En este sentido, en nuestro ordenamiento jurídico se ha prohibido la asistencia financiera para la adquisición de acciones propias en las sociedades limitadas y anónimas. El origen de esta prohibición se encuentra en el derecho británico. Concretamente, los británicos fueron los que iniciaron la regulación comunitaria de los *leverage buy out* y, además, los inspiradores de la Segunda Directiva del Consejo de 13 de diciembre de 1976.⁴

En este sentido, la Segunda Directiva del Consejo de 13 de diciembre de 1976⁵ prohibió la asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones. En el artículo 23 dispone la prohibición a las sociedades de adelantar fondos, conceder préstamos y dar garantías para la adquisición de sus propias acciones por un tercero. Asimismo la prohibición va acompañada de dos excepciones. En primer lugar, se permitirá la operación de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias en el marco de las operaciones corrientes de los bancos y demás establecimientos financieros. Y, en segundo lugar, cuando la asistencia financiera de la adquisición de acciones sea por o para el personal de la sociedad afín a ésta.

De acuerdo con el marco dibujado por la Segunda Directiva Europea, en el ordenamiento jurídico español la prohibición de asistencia financiera entró en vigor en el artículo 81 de la Ley de Sociedades Anónimas en el 1989. Actualmente, se encuentra regulada en los artículos 143.2, para la sociedad limitada, y 150, para la sociedad anónima, de la Ley de Sociedades de Capital, en adelante LSC.⁵⁵

⁴ Fue en 1926 cuando el Comité Greene se pronunció sobre el caso *Trevor versus Whitworth* y se hizo eco de la peligrosidad de este tipo de operaciones financieras. Dicho comité recomendó la prohibición de cualquier tipo de financiación relacionada con la adquisición de sus propias acciones por terceras personas.

⁵ Ha sido modificada por la Directiva 2006/68/CE.

2.1 Análisis de la prohibición

En este apartado vamos a prestar a la atención al análisis de la prohibición de asistencia financiera de las sociedades anónimas. El régimen de la prohibición de las sociedades de responsabilidad limitada es muy parecido al de las anónimas. Pero, son estas últimas las que predominan en la economía española y de los Estados Miembros y, en las que este tipo de operaciones financieras suscitan más controversias e intereses.

El artículo 150 apartado primero dispone textualmente “*La sociedad anónima no podrá anticipar fondos, conceder préstamos, prestar garantías ni facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición de sus acciones o de participaciones o acciones de su sociedad dominante por un tercero.*” Vamos a analizar detalladamente cual es el alcance de esta prohibición.

En primer lugar, se ha utilizado como acción prohibida el anticipar fondos. Esta redacción es una transcripción literal del texto de la Segunda Directiva. La cuestión de ultimar esta redacción es que en nuestro ordenamiento jurídico “anticipar fondos” no tiene un significado jurídico concreto. Asimismo la ley no ofrece ninguna clase de definición. Aunque la doctrina ha intentado delimitar el concepto “anticipo de fondos”, no hay una posición mayoritaria sobre el tema. Por una parte, Bayona Giménez⁶ entiende que se refiere a una relación contractual concreta en la que la sociedad adquirida, mediante un contrato de préstamo, coloca una cantidad de dinero a disposición de la sociedad adquirente anticipando, así, los fondos. Mientras que, por otra parte, Paz-ares y Perdices⁷ explica que la palabra “anticipar” responde al pago de las deudas no vencidas. De este modo la sociedad adquirida pagaría de manera precoz de las deudas contraídas por la sociedad adquirente. Asimismo, hay otras opiniones sobre que entiende el legislador por “*anticipo de fondos*” pero son las dos grandes líneas dentro de la doctrina.

⁶ Bayona Giménez “El préstamo con garantía de título representativo de mercancías depositadas” Revista de Derecho Mercantil nº 116

⁷ Cándido Paz-ares y Antonio B. Perdices “Los negocios de las propias acciones” Tomo IV. Volumen 2B. Editorial Civitas.

En consecuencia, no queda claro que es exactamente el alcance de la prohibición para las sociedades anónimas cuando la LSC establece que no podrá anticipar fondos. De modo que legislador debería delimitar el contenido de la acepción para tratar de evitar la inseguridad jurídica que causa el no conocer que entraña, concretamente, el artículo 150 de la Ley de Sociedades de Capital al utilizar dicha expresión.

La concesión de préstamos, es la segunda acción prohibida contemplada el artículo 150 de la LSC. De nuevo, no hay una delimitación legal exacta sobre que debemos entender por concesión de préstamos. La doctrina ha precisado, sin llegar a unanimidad, el alcance del término.

Hay un sector de la doctrina que encuadra el término en el artículo 1.740 del Código Civil. Este artículo define como contrato de préstamo como todo aquel por el cual una de las partes entrega a la otra dinero, o cosa fungible, para que la utilice. Esta segunda parte está obligado a devolverla en el un plazo de tiempo pactado entre ambos. En este sentido Flores Doña⁸ cree oportuno entender que se deben incluir tantos los préstamos de dinero, como los de inmuebles o otros concedidos por la sociedad adquirente con obligación de restitución. Mientras que, Moralejo Menéndez⁹ hace una interpretación más amplia del término y suscita que la prohibición es de cualquier negocio jurídico análogo que se lleve a cabo a través de una sociedad que concede un crédito a otra. Otra vez, nos encontramos ante un concepto indeterminado en el que, su alcance, no está totalmente delimitado.

En tercer lugar, la Ley de Sociedad de Capital prohíbe el préstamos de garantías. En este caso si tenemos en nuestro ordenamiento jurídico un concepto determinado de la acción de prestar garantías. En concreto, se refiere a las garantías que preste la sociedad adquirida para la devolución de préstamos de la adquirente a un tercero. Lógico, que se haya incluido tal prohibición si se prohíbe la concesión de préstamos. Pues, el patrimonio de la sociedad adquirida quedaría

⁸ Flores Doña “ Ingeniería corporativa con acciones propias y cruzadas” Consejo Notarial/Universidad Complutense de Madrid. Editorial Marcial Pons.

⁹ Moralejo Menéndez “Comentario de la Ley de Sociedades de Capital”. Tomo IV. Editorial Thomson Reuters-Civitas.

igualmente en peligro si presta garantía a los créditos de la sociedad adquirente para la compra de acciones de esta.

Por último, el artículo 150 de la LSC incluye una cláusula de cierre. Dejando como “*numerus apertus*” las prohibiciones del legislador en esta materia. Las prohibiciones analizadas son las que el legislador considera más frecuentes e instructivas. Sin embargo, no son las únicas conductas que pueden darse con el mismo fin. En consecuencia, el artículo 150 LSC veda cualquier conducta financiera con la que una sociedad adquirida financie su propia adquisición.

2.2. Excepciones a la prohibición.

En el ordenamiento jurídico español podemos encontrar tres excepciones a las prohibiciones del artículo 150 LSC.

En primer lugar, el artículo 150 apartado dos LSC establece que las prohibiciones del apartado primero “*no se aplicará a los negocios dirigidos a facilitar al personal de la empresa la adquisición de las acciones de la propia sociedad o de participaciones o acciones de cualquier otra sociedad perteneciente al mismo grupo.*”

Esta excepción también se encontraba recogida en la Segunda Directiva Europea por lo que, lógicamente, el legislador español también la ha introducido en nuestro sistema jurídico. Además, tal consideración está en concordancia con el artículo 129 apartado segundo de la Constitución Española 1978 que contempla la participación de los trabajadores en el capital social de las empresas.

En concordancia con este precepto surge la duda ¿quién es personal de la empresa? Ha sido la doctrina del Tribunal Supremo¹⁰ quien ha resuelto la incógnita. Así pues, podemos no fijar a los altos directivos, personal consejero o administradores solitarios como personal laboral a los efectos de la excepción de la prohibición de la compraventa apalancada de empresas.

¹⁰ Sentencia del Tribunal Supremo (sala de lo civil) 20 de julio de 2010.

La segunda excepción a la prohibición se contempla en el apartado tres del artículo 150 LSC *“La prohibición establecida en el apartado primero no se aplicará a las operaciones efectuadas por bancos y demás entidades de crédito en el ámbito de las operaciones ordinarias propias de su objeto social que se sufraguen con cargo a bienes libres de la sociedad.”* En la Segunda Directiva Europea ya se recogió o tal excepción. El motivo de esta excepción es que el objeto de la actividad social de los bancos y entidades de crédito incluyen en sí mismas conductas de asistencia financiera. De modo que, prohibiéndoles tal conducta se limitaría injustificadamente el desarrollo de su objeto social. Para definir las entidades de crédito debemos acudir al Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, que en su artículo primero expone *“toda empresa que tenga como actividad típica y habitual recibir fondos del público en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras análogas que lleven aparejada la obligación de su restitución, aplicándolos por cuenta propia a la concesión de créditos u operaciones de análoga naturaleza.”*

Por tanto, queda esclarecido el alcance de esta excepción a la prohibición del artículo 150 LSC.

En tercer lugar, la doctrina y jurisprudencia han creado una tercera excepción a la prohibición en cuando el apalancamiento se encuentra en operaciones destinadas a modificaciones estructurales, reestructuraciones o saneamiento de empresas con dificultades. En este sentido, Sánchez-Calero¹¹ explica que tal excepción tiene como finalidad beneficiar la reestructuración de la sociedad en una sociedad con problemas. Esta creación jurisprudencia tiene su origen, una vez más, en el derecho británico. Y, aunque la jurisprudencia española aún no ha tenido la ocasión de pronunciarse en la práctica se dan este tipo de operaciones financieras.

2.3. Justificación de la prohibición

Una prohibición de este calibre sólo debería darse en el caso de que no hubiera otra arma en el ordenamiento jurídico para disuadir ciertas prácticas. Es tal la preocupación del legislador de los

¹¹ Sánchez-Calero *“Cabén excepciones a la prohibición”* en su blog <http://http://jsanchezcalero.blogspot.com.es/2011/10/caben-excepciones-la-prohibicion.html>

perjuicios del apalancamiento en la compraventa de empresas que se ha botado por la prohibición total. En efecto, en estas operaciones los intereses internos y externos de la sociedad corren peligro. De modo que la prohibición tiene su justificación en cuatro aspectos básicos.¹²

En primer lugar, este tipo de operaciones perjudica la integridad del capital social. Es decir, que al utilizar el capital social de la sociedad adquirida como prenda no estaría en concordancia con los principios de realidad y integridad del capital social. El capital social es una cifra de garantías frente a terceros, por lo que si el capital social no es una cantidad real los acreedores podrán encontrarse ante una situación en la que no hay suficiente patrimonio para resarcir sus créditos. De modo que la prohibición pretende evitar que los acreedores vean mermado su derecho de créditos frente a un sobre endeudamiento de la sociedad adquirida por una actividad que nada tiene que ver con su objeto social.

Además, en el caso de una compraventa apalancada existe el riesgo de que los administradores de la sociedad abusen de su poder. Es evidente que, con estas operaciones, el patrimonio de la sociedad podría ser utilizado por los administradores para ejercer una influencia en el control de la sociedad. Por ejemplo, estos podrían facilitar la adquisición de acciones a personas próximas a ellos que apoyen su gestión y asegurar, así, su posición.

Asimismo, existe un evidente riesgo de entrar en concurso de acreedores por parte de la sociedad adquirida. La sociedad queda endeudada a fin de satisfacer la compra de acciones para los nuevos socios lo que supone un riesgo de quiebra importante y, por tanto, de liquidación de la sociedad. En este sentido, el legislador ha querido también proteger a los socios minoritarios, y trabajadores. Para los primeros, su posición ante la venta de un paquete accional mayoritario quedan significativamente indefensos. Por el camino podrían quedarse ventas de activos, líneas de negocios, cambio en la política de repartos de dividendo, entre otras, con los que su posición estaría

¹² Bayona Giménez “La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias en las Sociedades Anónimas” Tesis Doctoral Universidad de Alicante, 2.000.

fuertemente menoscabada. Para los trabajadores, evidentemente, es un drama. Frente a la quiebra de una sociedad los trabajadores son los que salen peor parados. Se quedan en una situación de desempleo con unas indemnizaciones mínimas y, en la situación actual, eso se traduce en familias enteras en dificultades económicas.

Por último, en las sociedades cotizadas existe el peligro de influir en el precio de las acciones en el mercado bursátil. De modo que se pretende evitar que la asistencia financiera se emplee para estimular la demanda de acciones de manera artificial y aumentar así su valor de cotización. De modo que la prohibición llega aparejada a la estricta transparencia.

3. Fusión apalancada

Tras la prohibición de la compraventa apalancada de empresas en la Ley de Modificaciones Estructurales de Sociedades Mercantiles, en adelante LME, abre la puerta a lo que denominamos fusión apalancada o Forward Merger LBO. El artículo 35 de esta Ley trata de dar respuesta a una práctica que se daba con notable frecuencia en nuestro país.¹³ A grandes trazos, la fusión apalancada consiste en una compraventa apalancada con la peculiaridad de que la sociedad adquirente, denominada en estas operaciones Newco, absorbe a la Target. Normalmente la Newco es una sociedad creada con el fin de fusionarse con la Target. En consecuencia, es una tercera sociedad la que constituye la Newco para que a su vez esta compre, con la ayuda de asistencia financiera, las acciones de la Target. Seguidamente la Newco se fusionará por absorción con la Target, quedando así sus patrimonios confundidos en la sociedad resultante.

De modo que en la práctica estas operaciones se usan para evitar la prohibición de las compraventas apalancadas. La fusión apalancada se encuentra regulada en nuestro ordenamiento jurídico en el artículo 35 LME que dispone: *“En caso de fusión entre dos o más sociedades, si alguna de ellas hubiera contraído deudas en los tres años inmediatamente anteriores para adquirir el control de otra que participe en la operación de fusión o para adquirir activos de la misma esenciales para su normal explotación o que sean de importancia por su valor patrimonial, serán de aplicación las siguientes reglas: 1.ª El proyecto de fusión deberá indicar los recursos y los plazos previstos para la satisfacción por la sociedad resultante de las deudas contraídas para la adquisición del control o de los activos. 2.ª El informe de los administradores sobre el proyecto de fusión debe indicar las razones que hubieran justificado la adquisición del control o de los activos y que justifiquen, en su caso, la operación de fusión y contener un plan económico y financiero, con expresión de los recursos y la descripción de los objetivos que se pretenden conseguir. 3.ª El informe de los expertos sobre el proyecto de fusión debe contener un juicio sobre la razonabilidad de las indicaciones a que se refieren los dos números anteriores, determinando además si existe asistencia financiera. En estos supuestos será necesario el informe de expertos, incluso cuando se trate de acuerdo unánime de fusión.”*

¹³ Informe Capital Riesgo & Private Equity en España 2010, disponible en www.ascrri.org),

Este artículo, lejos de la redacción inicial en el Anteproyecto, incluye como novedad el informe de expertos y, así, se restringe el ámbito de aplicación de este tipo de operaciones.¹⁴

El ineludible informe de expertos sobre el proyecto de fusión que será necesario, incluso cuando haya acuerdo por unanimidad. Dicho informe tiene como función determinar si existe la asistencia financiera. En el caso de que el informe apuntase de la existencia de la asistencia financiera, la fusión seguiría siendo válida siempre que se respeten los requisitos de transparencia exigidos, el procedimiento de fusión y las garantías exigidas. En otros términos, la asistencia financiera no está prohibida en la fórmula del artículo 35 LME sino que se tendrá que valorar casuísticamente si la operación contradice la Ley. Además si el informe es impugnado serán los tribunales quienes determinarán la licitud de la operación con la ayuda de un perito.

El legislador pretende con el informe de expertos que se determine el “motivo determinante de la operación”¹⁵. En consecuencia, la fusión puede seguir el procedimiento establecido con todas sus garantías y ser considerado como un caso de asistencia financiera prohibida. Lo determinante es la existencia de la finalidad financiera de la operación y en el caso de que existiere determinar si es esencial o no. Y es en este punto cuando nos surge la duda ¿cuáles son los supuestos concretos prohibidos por la ley?

La literalidad del artículo 35 LME no concuerda literalmente con las Directivas europeas. Ya que, estas últimas suavizan la prohibición de asistencia financiera. Y el precepto, por el contrario, determina que el informe de expertos es necesario y deja como posibilidad que se dé asistencia financiera en las fusiones apalancadas.¹⁶

Otro aspecto a tener en cuenta es ver si la regulación de la fusión apalancada ha resuelto los peligros de socios minoritarios, acreedores y trabajadores de la sociedad que sostienen en los LBOs. Se entiende que con dicho informe de expertos los intereses de estos están salvaguardados. Ya que,

¹⁴ Sánchez-Calero, Fernández-Torres “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (oportunidad y acierto art. 35 LME)” Abril 2011 Universidad Complutense de Madrid.

¹⁵ Auto de la Sección 28 Audiencia Provincial de Madrid de 9 de enero de 2007

¹⁶ Velasco San Pedro “La reforma de la asistencia financiera en Europa” Universidad Complutense de Madrid, diciembre 2006.

el informe les da la información necesaria sobre la operación y la previsión, a acreedores y socios minoritarios, de oponerse si lo estimases necesario.

Aunque en la práctica, este método no es eficaz. Para los acreedores el plazo de ejercicio es breve y, además, desconocen de la existencia de que se va a llevar a cabo tal operación. Para los socios minoritarios no todos los acuerdos son impugnables por lo que el socio no conforme podría no oponerse al acuerdo de la junta. Y, por último, a los trabajadores nada les garantiza que la Target se sobreendeude y, en consecuencia, con un grandes posibilidades de que incurra en insolvencia.

Así pues, la fusión apalancada parece, a priori, una buena solución para evitar la prohibición de asistencia financiera ya que el patrimonio de la Target no se ven afectados directamente por la compra de sus acciones. Y, con la fusión, la nueva sociedad será la que con sus fondos devuelva el crédito solicitado por el inversor¹⁷. Por lo que aunque el artículo 35 LME presenta garantías adicionales el riesgo de asistencia financiera y, sus riesgos, siguen estando presentes.

¹⁷ Vicent Chuilá “Las operaciones societarias de modificación estructural”. Editorial Tirant lo Blanch

4. Modificación Segunda Directiva Europea en materia de asistencia financiera.

La Segunda Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías en los Estados miembros a las sociedades, definidas en el párrafo segundo del artículo 54 del Tratado, con el fin de proteger a los intereses de los socios y terceros, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital ha sido modificada en varias ocasiones y en todos sus aspectos. Su redacción más reciente es la que contiene la Directiva 2012/30/UE que, seguidamente, analizaremos.

El artículo 23 de la Directiva 77/91/CEE prohibía a la sociedad anónima adelantar fondos, conceder préstamos o dar garantías para la adquisición de sus acciones por un tercero. De acuerdo con la nueva redacción el artículo 25 de la Directiva 2012/30/UE cambia el régimen de la prohibición. Así pues, los Estados Miembros podrán prever la autorización de estas operaciones con una serie de condiciones. La redacción de 2012 se la más actual pero fue la Directiva 2006/68/CE la que introdujo cambios en este sentido.

Estas condiciones, enumeradas en el artículo 25 de la Directiva 2012/30/UE, se pueden agrupar en cuatro bloques.

La primera de ellas hace referencia a que la asistencia se lleve a cabo en las condiciones de mercado justas. Esta acepción a la prohibición establece literalmente *“las transacciones deberán tener lugar bajo la responsabilidad del órgano de administración o de dirección en condiciones de mercado justas, especialmente respecto del interés y de las garantías que la sociedad recibe por los préstamos y anticipos citados en el párrafo primero.*

La situación crediticia del tercero o, en caso de transacciones multipartitas, de cada una de las partes deberá haberse investigado debidamente”.

Hay tres aspectos que vale la pena comentar de el anterior apartado del artículo 25. En un primer término, el legislador europeo ha querido recalcar que este tipo de operaciones siempre serán bajo la responsabilidad civil de los administradores o de la dirección. Aunque la Junta General debe

autorizarles para prestar asistencia financiera son los administradores y dirección quienes inician, negocian y desarrollan estas operaciones. En segundo lugar, el término condiciones de mercado justas. Al tratarse de un concepto indeterminado sin definir hay que precisar de su significado. De acuerdo con Velasco San Pedro¹⁸ debería entenderse como regla general el libre funcionamiento del mercado en una situación similar evitando, siempre, un perjuicio para la sociedad. En tercer lugar, el inciso final del apartado segundo del artículo 25 de la mencionada Directiva agrega la obligación de que la sociedad se haga eco de la exacta situación del tercero para valorar la necesidad, según el caso, de solicitar garantías adicionales.

La segunda de las garantías hace referencia a la aprobación de las operaciones de asistencia financiera por el la Junta General. Esta aprobación debe hacerse con las normas de quórum que establece el artículo 44 de la misma Directiva. Es decir, bajo ninguna circunstancia podrá ser inferior a dos tercios de los votos correspondientes a los títulos representados o al capital suscrito representado. Además los los administradores o la dirección e la sociedad deberá presentar un informe indicando el motivo de la operación, el interés de la sociedad, las condiciones, los riesgos y la solvencia de la sociedad junto al precio por el que el tercero va adquirir las acciones. Con este informe, se protegen a los socios, acreedores y trabajadores que estarán totalmente informados de la operación que se va a llevar a cabo. De modo que, se apuesta por un régimen de transparencia con el que todos los interesados podrán formar un juicio sobre la operación basada en unos criterios sólidos. Asimismo, los socios que no estén de acuerdo con ello podrán impugnar los acuerdos conforme con las reglas generales de impugnación de acuerdos sociales de que cada legislación de los Estados Miembros.

En tercer lugar, se prohíbe que la asistencia financiera pueda tener por efecto la reducción del activo neto por debajo del capital suscrito aumentado con las reservas. Por tanto, de lo que se trata es de que la asistencia financiera no afecte al patrimonio vinculado al capital y a las reservas establecidas por la ley o por los estatutos de la sociedad. Además, añade que la sociedad incluirá una reserva por el importe de la asistencia financiera prestada hasta que se reintegre o exonere ta cantidad. Lógica la prohibición del legislador en este cuarto apartado del artículo 25 de la Directiva ya que, evidentemente, si la asistencia financiera tuviere algún efecto sobre el patrimonio relacionado con el capital el riesgo sería muy elevado y, indudablemente, iría en perjuicio de la sociedad.

¹⁸ Velasco San Pedro “La reforma de la asistencia financiera en Europa” Universidad Complutense de Madrid, diciembre 2006.

En cuarto, y último lugar, el quinto apartado del artículo 25 de la Directiva establece “*cuando un tercero adquiera acciones propias de una sociedad en el sentido del artículo 21, apartado 1, o suscriba acciones emitidas en el curso de una ampliación del capital suscrito mediante la asistencia financiera de dicha sociedad, la adquisición o suscripción deberá hacerse mediante un precio justo*”. No queda de todo claro en la redacción de la Directiva a que se refiere el vocablo “terceros”. No queda claro a quien se refiere, es decir si sólo alude a toda persona ajena a la sociedad o si por el contrario también incluye a los ya socios, trabajadores, etc.¹⁹

El apartado sexto del artículo 25 sigue manteniendo como excepciones a la prohibición las operaciones de asistencia financiera de los bancos, establecimientos financieros y aquellas operaciones en que el personal es el que adquiere las acciones.

¹⁹Velasco San Pedro “La reforma de la asistencia financiera en Europa” Universidad Complutense de Madrid, diciembre 2006.

5. Real Decreto-ley 4/2014, de 7 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial.

Por último, queda analizar la nueva legislación en materia de fusiones. Así, en el Real Decreto-ley 4/2014 se han introducido varias modificaciones en materia de refinanciación y reestructuración de sociales. Se ha modificado en mayor medida la Ley Concursal, pero también otras leyes como la LME. En concreto, en materia de fusiones se ha modificado el artículo 50 LME.

En la Exposición de motivos del Real Decreto-ley se expone que la modificación de la LME es necesaria para poner al día el ordenamiento jurídico español con el artículo 15.2 de la tercera Directiva europea, la Directiva 2009/56/CE en materia de fusiones. De modo que de acuerdo con la nueva redacción del artículo 50 LME, no se exige el informe de los administradores en las fusiones por absorción cuando la sociedad absorbente sea el titular directo del noventa por ciento o más de las acciones/participaciones de la sociedad absorbida. Añade, también, que esta dispensación sólo será posible cuando se les ofrezca a los socios de las sociedades absorbidas un valor razonable para sus acciones/participaciones y que se haga en el plazo determinado de un mes desde la fecha de absorción de la inscripción de la absorción en el Registro Mercantil.

6. Conclusión.

La compraventas, o fusiones, apalancadas tienen múltiples ventajas. Aunque el presente estudio se ha centrado en los riesgos que se quieren evitar con su prohibición, los LBOs consiguen que con una inversión reducida se tome el control de la empresa. Y mejorar, así, la eficiencia de la gestión de recursos, la productividad, la competitividad. De modo que consigue un impacto positivo en la economía nacional y comunitaria de nuestras empresas.

Sin embargo, no debemos olvidar su lado negativo. Centrándose en este el legislador comunitario, y en consecuencia español, optó por prohibir este tipo de operaciones. Pero, tal y como hemos analizado, su redacción en LSC y LME no es acertada y da pie a que se lleven a la práctica ciertas operaciones sospechosas de incurrir en la asistencia financiera prohibida, aprovechándose de la inexactitud de su redacción y su dudosa interpretación.

Parece ser que la predisposición del derecho comunitario es ir sustituyendo la prohibición absoluta por un sistema más flexible pero, en principio, con ciertas garantías. Y, digo en principio, porque está última redacción el artículo 50 LME excluye en ciertas circunstancias el informe de expertos que exige de manera excesiva el artículo 35 LME. La característica principal de la reforma de la Segunda Directiva de 2006 fue incluir el informe de expertos como control casuístico de la incurrencia, o no, en la asistencia financiera prohibida. Aunque, esta fórmula genera cierta inseguridad jurídica al ser en último término su control posterior por los tribunales. Para un gran sector de la doctrina²⁰ la función del informe de expertos es excesiva por tres razones. En primer lugar se exige en todos los supuestos de fusión apalancada, incluso en las excepciones a la prohibición. Asimismo, se exige cuando se trata de un acuerdo unánime de fusiones. Y, en tercer lugar, son los expertos económicos los que deben determinar si hay o no asistencia financiera en el sentido jurídico.

De acuerdo con lo expresado, parece que el legislador consciente del desmesurado papel del informe de expertos ha introducido una excepción a la exigencia de este. Es el comentado precepto 50 LME. De modos que en las fusiones por absorción cuando la absorbente sea el titular, al menos, un noventa por ciento, de las acciones/participaciones. En estos casos, no se le añade ningún tipo de cautela adicional al eliminar el informe de expertos. De modo que, sólo si alguna de las partes

²⁰ Sánchez-Calero, Fernández Torres “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (oportunidad y acierto art. 35 LME)” Abril 2011 Universidad Complutense de Madrid.

impugna a los tribunales serán los encargados de dictaminar si hay asistencia financiera prohibida. Algo que difícilmente ocurrirá si tenemos en cuenta que el noventa por ciento de los titulares de las acciones o participaciones es la sociedad absorbente. De modo que, se reducen exponencialmente los socios minoritarios descontentos con tal operación.

En consecuencia, en el régimen actual si algún inversor quiere aprovechar las ventajas que ofrece la compraventa apalancada de empresas deberá hacerlo a través de la fusión. Opción más cara que la compraventa y, por lo tanto, los beneficios del inversor sobre el capital invertido serán inferiores. Pero ¿se consigue con esta fórmula proteger los intereses de socios, acreedores, trabajador o sociedad?

Tal y como hemos detallado la respuesta es claramente no. Podría darse perfectamente el caso de una asistencia financiera ilícita que acabara, en el peor de los casos, en concurso de acreedores y que el sistema no hubiera conseguido parar, anular o sancionar a los responsables del ilícito. Aunque, también hay que ser conscientes que un sistema perfecto donde el régimen jurídico consiga que este tipo de operaciones estén totalmente bajo control en la globalización económica actual es una utopía.

No obstante, se podrían conseguir legislaciones más efectivas y seguras para los posibles perjudicados en los LBOs. Se podría controlar mediante un test de solvencia ²¹de la nueva sociedad resultante de la Newco y la Target. O se podría, quizás, crear un órgano europeo que se encargare de dictaminar eficazmente este tipo de operaciones con unos criterios objetivos y no casuísticos.

En definitiva, queda un largo camino para mejorar la técnica legislativa del legislador comunitario que se traducirá, con suerte, en la legislación española. Debería este aclarar todos los puntos oscuros de interpretación de los términos jurídicos empleados, en especial el de asistencia financiera, y mejorar el control de este tipo de operaciones.

²¹ Velasco San Pedro “La reforma de la asistencia financiera en Europa” Universidad Complutense de Madrid, diciembre 2006

7. Bibliografía

- + ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA “Fusión apalancada y asistencia financiera: el art.35 de la Ley de Modificaciones Estructurales”, Revista El Notario del Siglo XXI.
- + BAYONA GIMÉNEZ “El préstamo con garantía de título representativo de mercancías depositadas” Revista de Derecho Mercantil nº 116.
- + BAYONA GIEMENEZ “La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias en las Sociedades Anónimas” Tesis Doctoral Universidad de Alicante, 2.000.
- + CAZORLA SERRANO “Novedades proyectadas en el régimen jurídico del capital riesgo (private equity)” <http://luiscazorla.com/2014/02/novedades-proyectadas-en-el-regimen-juridico-del-capital-riesgo-private-equity/>
- + CAZORLA SERRANO “Compraventa de Empresa/Operación de M&A” <http://luiscazorla.com/2013/10/compraventa-de-empresaoperacion-de-ma/>
- + FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ “En torno a la asistencia financiera para la adquisición de las propias participaciones: Private companyversussociedad de responsabilidad limitada” Revista de Derecho Mercantil N°219.
- + FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ “La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones como obstáculo a ciertas compras apalancadas de empresas, o leveraged buy-outs” Revista de Derecho Mercantil N°232.
- + FLORES DOÑA “Ingeniería corporativa con acciones propias y cruzadas” Consejo Notarial/ Universidad Complutense de Madrid. Editorial Marcial Pons.
- + MINGOT AZNAR “Contenido y alcance del informe del experto independiente en las fusiones aplacadas del artículo 35 LME” Revista Derecho de Sociedades N°35.
- + MORALEJO MENÉNDEZ “Comentario de la Ley de Sociedades de Capital”. Tomo IV. Editorial Thomson Reuters-Civitas.
- + PAZ-ARAES Y PERDICES “Los negocios de las propias acciones” Tomo IV. Volumen 2B. Editorial Civitas.

Grado en Derecho: Trabajo de fin de grado

- + SÁNCHEZ-CALERO “Cabén excepciones a la prohibición” en su blog [http://http://jsanchezcalero.blogspot.com.es/2011/10/caben-excepciones-la-prohibicion.html](http://jsanchezcalero.blogspot.com.es/2011/10/caben-excepciones-la-prohibicion.html)
- + SÁNCHEZ-CALERO, FERNÁNDEZ TORRES “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (oportunidad y acierto art. 35 LME)” Abril 2011 Universidad Complutense de Madrid.
- + SANZ BAYÓN “Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas” Revista Aranzadi Civil-Mercantil N°3-2013.
- + VAN THIENEN, PABLO AUGUSTO “Compra apalancada de acciones” Revista Law finance N°22
- + VELASCO SAN PEDRO “La reforma de la asistencia financiera en Europa” Universidad Complutense de Madrid, diciembre 2006.
- + VICENT CHUILÁ “Las operaciones societarias de modificación estructural”. Editorial Tirant lo Blanch.