



**VNiVERSIDAD  
D SALAMANCA**

CAMPUS DE EXCELENCIA INTERNACIONAL

**MÁSTER EN DERECHO PRIVADO PATRIMONIAL**

**TRABAJO FIN DE MÁSTER**

**LA PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA  
EN LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS**

**Trabajo de Fin de Máster presentado por:**

**STEFANO ANTONINO BONGIORNO**

**para optar al Título de Máster Oficial,**

**bajo la dirección del**

**Prof. JOSÉ RAMÓN GARCÍA VICENTE**

## ÍNDICE

1. Introducción. ....	5
2. Formulaciones iniciales de la prohibición de asistencia financiera. ....	6
2.1 En Reino Unido.....	6
2.2 En Italia.....	9
3. Introducción de la disciplina sobre auxilio financiero en el ordenamiento comunitario y su posterior evolución.....	12
4. La transposición de la prohibición de asistencia financiera en el Derecho español. ....	18
4.1 Evolución del cuadro normativo en el ordenamiento español.....	19
4.2 Análisis de los elementos del tipo normativo de la asistencia financiera. ...	22
4.2.1 Sujetos, sociedad y tercero.....	23
4.2.2 Operación contemplada.....	24
4.2.3 Nexo de causalidad.....	30
4.2.4 Excepciones a la prohibición.....	35
5. Consideraciones sobre las fusiones apalancadas y los riesgos de asistencia financiera que entraña.....	40
5.1 La asistencia financiera por efecto de la fusión en las Sociedades Anónimas antes de la entrada en vigor de la Ley de modificaciones estructurales. El caso Gas Natural-Endesa.....	41
5.2 La determinación de la asistencia financiera tras el art. 35.....	46
5.3 Análisis de los elementos del tipo normativo.....	50
5.3.1 El ámbito subjetivo del art. 35 LME.....	50
5.3.2 Determinación del plazo trienal.....	52
5.3.3 El «endeudamiento» y el nexo causal.....	54
5.3.4 La adquisición del control y de los activos esenciales.....	55
5.3.5 Consecuencias de la existencia de asistencia financiera. Los requisitos adicionales del proyecto y los informes de los administradores y de los expertos ..	56

<b>6. El discutido fundamento de la prohibición .....</b>	<b>59</b>
6.1 Las insuficiencias de una <i>ratio legis</i> basada sobre el fraude de ley en relación con la regulación sobre autocartera.....	60
6.2 El fundamento de la disciplina sobre asistencia financiera dotándole de carácter autónomo .....	62
6.2.1 Impedir abusos por parte de los administradores.....	62
6.2.2 Desviación de recursos sociales. Liquidación encubierta del patrimonio social .....	63
6.2.3 Abusos de mercado. ....	63
6.2.4 El Principio de Integridad del capital Social como fundamento de la prohibición.....	64
<b>7. Régimen sancionador .....</b>	<b>67</b>
7.1 La nulidad de la operación de asistencia financiera. ....	68
7.2 La responsabilidad solidaria de los administradores sociales por la realización de operaciones contrarias a la prohibición de asistencia financiera .....	72
<b>8. Conclusiones .....</b>	<b>75</b>
<b>Bibliografía .....</b>	<b>86</b>

## ABREVIATURAS

ADC	Anuario de Derecho Civil
art.	artículo
C.C.	Código Civil
C.com.	Código de Comercio
Cap.	Capítulo
CEE	Comunidad Económica Europea
CNMV	Comisión Nacional Mercado de Valores
Comp. Act	Companies Act
Dir.	Directiva
LBO	Leverage Buy Out
LME	Ley de Modificaciones Estructurales
LSA	Ley de Sociedades Anónimas
LSC	Ley de Sociedades de Capital
MLBO	Merger Leverage Buy Out
OPA	Oferta Pública de Adquisición
Pág(s).	Página(s)
RCDI	Revista Crítica de Derecho Inmobiliario
RDM	Revista de Derecho Mercantil
RdS	Revista de Derecho de Sociedades
Rev.	Revista
RGD	Revista General del Derecho
RRM	Reglamento del Registro Mercantil
Trib.	Tribunal
Vol.	Volumen

## 1. Introducción.

Objeto del presente estudio es el controvertido fenómeno de la asistencia financiera con especial referencia a las Sociedades Anónimas.

Se propone, además, la función de ofrecer una revisión crítica, rigurosa y fundamentada de la disciplina establecida en el artículo 150 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (BOE núm. 161, de 03/07/2010), y en el artículo 35 de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (BOE núm. 82, de 04/04/2009), así como un análisis de los diversos negocios susceptibles de verse afectados por ella.

Partiendo del origen histórico europeo del actual modelo de regulación prohibitivo, el estudio aborda, en primer término, el problema de la definición de auxilio financiero mediante el examen de los elementos que configuran su supuesto de hecho normativo, tanto a la luz de la ley de sociedades de capital como a aquella de la ley de modificaciones estructurales.

Como consecuencia de lo anterior, se analiza el fundamento de la vigente prohibición, la *ratio legis*, con el fin de proporcionar criterios hermenéuticos necesarios para acotar el ámbito de aplicación de la prohibición.

Por último, se concluye el estudio con el análisis de las consecuencias jurídicas derivadas de la infracción de la norma, la nulidad del negocio jurídico celebrado en contra de la prohibición de asistencia financiera así como el régimen de responsabilidad de los administradores sociales por la realización de estas operaciones.

## 2. Formulaciones iniciales de la prohibición de asistencia financiera.

La evolución de la prohibición de asistencia financiera se produjo de forma diacrónica lo que justifica que esta primera parte de nuestro trabajo combine la evolución histórica de la institución tanto en el derecho inglés como en el italiano, precursores de la prohibición y claros inspiradores de la disciplina contemplada en la Segunda Directiva CEE en materia de sociedades.

### 2.1 En Reino Unido.

La prohibición de asistencia financiera se desarrolló a partir de la normativa que consideraba la disciplina sobre la autocartera en Reino Unido. La razón principal que se emplea para justificar la prohibición es que con este tipo de negocios estaba siendo violada indirectamente la prohibición de compra de las propias acciones sentada en el caso *Trevor v. Whitworth*<sup>1</sup>. En consecuencia, la sección 45 de la *Companies Act* de 1929, establecía literalmente lo siguiente: “*De acuerdo a lo establecido en esta sección, una sociedad tiene prohibido prestar, ya sea directamente o indirectamente, cualquier asistencia financiera por vía de crédito, garantía o de cualquier otro modo con el fin o en conexión con una adquisición de acciones desarrollada o ya realizada por un tercero*”<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Realiza un estudio detallado del caso FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, 1996, pág. 464. Por otra parte, la profesora FERNANDEZ, considera que la *ratio legis* de la prohibición tenga que vincularse con la protección del principio de integridad del capital social. No obstante, esta posicionamiento en la doctrina no es unánime y otros autores, entre ellos VAQUERIZO, la asocian a la solvencia patrimonial de la empresa. Tendremos oportunidad da analizar la cuestión más adelante en el capítulo sexto dedicado al discutido fundamento de la prohibición.

<sup>2</sup> Texto original: Subject as provided in this section, it shall not be lawful for a company to give, whether directly or indirectly, and whether by means of a loan, guarantee, the provision of a security or otherwise, in any financial assistance for the purpose of or in

Esta norma se caracterizaba por su casi absoluta prohibición, los únicos supuestos que se consideraban excluidos guardaban relación con créditos otorgados en el curso ordinario de las operaciones de la empresa y aquellos otros que tenían como finalidad facilitar la adquisición de la propia sociedad por parte de los trabajadores.

Esta norma era de naturaleza rígida, sin embargo no tenía un régimen sancionador apropiado pues establecía una simple multa de escasa cuantía en caso de violación del tipo normativo enunciado. Por lo que al poco tiempo de promulgación de la norma, recibió numerosas y duras críticas, puesto que resultaba inadecuada para impedir o desincentivar la conducta de quienes la hubieran llevado a cabo. Lo que indujo al legislador a establecer un régimen más riguroso en el caso de violación de la prohibición que tendremos la oportunidad de analizar posteriormente en el capítulo siete de este estudio.

La prohibición incluso se reforzó en el año 1948, introduciéndose cambios en la redacción de la sección 54 de la *Companies Act*, los cuales se referían a los siguientes aspectos: por una parte, la norma ya no solo se refería a la compra de las acciones sino también a la suscripción de las mismas<sup>3</sup>. Así mismo, se introdujo un nuevo supuesto de prohibición que consideraba las operaciones de asistencia financiera realizadas por parte de una filial para la adquisición de las acciones de su matriz<sup>4</sup>.

---

connection with a purchase made or to be made by any person of any shares in the company. Dicho texto puede ser consultado en VAQUERIZO, 2003, pág. 55-56.

<sup>3</sup> SCHMITTHOFF *et al.*, 1968, pág. 446.

<sup>4</sup> El nuevo enunciado tras las modificaciones realizadas establecía lo siguiente: It shall not be lawful for a company to give, whether directly or indirectly, and whether by means of a loan, guarantee, the provision of a security or otherwise, in any financial assistance for the purpose of or in connection with a purchase or subscription made or to be made by any person of or for any shares in the company, or, where the company is a subsidiary company in its holding company. Dicho texto se puede consultar en la siguiente dirección

Los cambios normativos aportados que incrementaban la rigidez de la disciplina relativa a la asistencia financiera, fueron objeto de análisis durante los años 60 por una comisión presidida por el jurista Lord Jenkins.

Esta comisión se encargó de analizar la disciplina general del derecho de sociedades inglés, y en relación a la disciplina legal de la asistencia financiera, los resultados del informe que se dictó evidenciaron la coincidencia solo de forma parcial en la *ratio* entre la normativa relativa a la autocartera y aquella relativa a la adquisición de acciones propias, cuya naturaleza resultaba de difícil delimitación, además de criticar la amplitud del precepto. No obstante, se reconocía la función preventiva de la norma con el fin de evitar abusos en aquellas operaciones realizadas dirigidas a hacerse con la toma de control de una compañía.

Estas consideraciones no fueron introducidas inmediatamente en la legislación británica, aunque más tarde, sirvieron de base para la posterior evolución tanto doctrinal como legislativa de la disciplina en consideración.

El persistente debate, generado a raíz de las consideraciones incluidas en el informe Jenkins<sup>6</sup>, sobre la conveniencia de modificar el enunciado del precepto considerado, llevaron durante los años 80 a la flexibilización de la normativa en materia de *Private Company* en función del *propósito principal*, esto es, se sustituyeron los criterios objetivos por otros de naturaleza subjetiva, además de introducirse *purpose exceptions* que excluían la aplicación de la norma relativa a la asistencia financiera en los casos en que esta se hubiese verificado en coincidencia o como *parte*

---

web: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1948/38/contents/enacted>, (última visita: 04/09/2014).

<sup>6</sup> Para consultar el informe Jenkins, párrafos 170-187, utilice el siguiente enlace: [http://www.takeovers.gov.au/content/resources/other\\_resources/downloads/jenkins\\_committee.pdf](http://www.takeovers.gov.au/content/resources/other_resources/downloads/jenkins_committee.pdf), (última visita: 04/09/2014).



*incidental* de un negocio cuyo propósito o finalidad principal no era estrictamente la de adquisición de acciones de la sociedad asistente y por tanto respondía a un interés social merecedor de tutela.

Además de lo anteriormente mencionado, para que se pudieran llevar a cabo dichas operaciones en las que se evidenciaban connotaciones relativas a la asistencia financiera, era necesario que los administradores elaboraran un informe en el que se explicara la futura solvencia de la sociedad y se adoptara por parte de la junta una resolución especial al respecto<sup>7</sup>.

A diferencia de la normativa relativa a las *private companies*, la regulación de las *public companies*, no fue objeto de flexibilización en relación a la prohibición de asistencia financiera; presumiblemente debido a la disciplina europea introducida mediante el art. 23 de la Segunda Directiva 77/91/CEE de 13 de diciembre de 1976 (DOCE núm. L 26 de 31.01.1976) (en adelante la Segunda Directiva CEE); aunque en el debate doctrinal, se evidenciaba la necesidad de flexibilizar esta normativa mediante la sustitución del criterio del *propósito principal* por el del *interés social*.

## **2.2 En Italia.**

Italia fue el segundo país que en orden cronológico introdujo la prohibición de asistencia financiera.

El origen de esta regulación se encuentra en la prohibición de otorgamiento de préstamos a los socios garantizados mediante acciones propias y en la formación de autocartera.

---

<sup>7</sup> FERRÁN, 1999, pág.384.

La *ratio* de estas prohibiciones la podemos encontrar en la necesidad de protección del capital social y de evitar que se devolvieran encubiertamente las aportaciones a los socios.

A diferencia de la absoluta prohibición establecida en el caso de otorgamiento de préstamos a los socios garantizados mediante acciones propias, el legislador italiano, estableció una prohibición relativa en los casos de formación de autocartera<sup>8</sup>.

Esto se justificaría en que nos encontramos ante un negocio donde existe un interés suficiente merecedor de tutela que aconseja graduar o restringir la fuerza de la prohibición bajo determinados requisitos tales como las operaciones realizadas con cargo a beneficios regularmente verificados cuando contasen con la autorización de la junta general y siempre y cuando las acciones adquiridas estuviesen desembolsadas por completo.

No resulta fácil ahondar en los motivos que indujeron el legislador italiano a adoptar diferentes regímenes para dos tipos de operaciones de las que se predicaban riesgos idénticos.

Por lo que se refiere a la regulación de las operaciones de asistencia financiera, la introducción del precepto regulador de estas conductas no se verificó hasta el año 1942 con la publicación del nuevo código civil actualmente en vigor.

El artículo 2358 del código civil, en su formulación original, establecía: *las operaciones de préstamo para la adquisición de acciones propias se subsumen sin más en el enunciado que prohíbe los negocios de préstamo con garantía de acciones propias.*

Teniendo en cuenta lo anteriormente mencionado, el legislador italiano equipara éste supuesto al de concesión de préstamos a socios garantizados con prenda sobre acciones propias, estableciendo así una

---

<sup>8</sup> SCOTTI CAMUZZI, 1979, pág. 617.

prohibición absoluta, considerándose en estos casos la posibilidad de ocasionarse una devolución encubierta de las aportaciones sociales.

Siendo ello así, y no obstante el carácter puramente complementario con el que se concibió el precepto relativo a la asistencia financiera en estos primeros momentos, lo cierto es que la novedad introducida supondrá un cambio cualitativo en la medida en que a partir de entonces comienza a vincularse la *ratio* de la prohibición con la necesidad de impedir la despatrimonialización derivada del préstamo.

Con la introducción de la Segunda Directiva CEE del año 1976, la disciplina prevista en el código civil fue objeto de revisión manteniéndose en ambos casos la prohibición absoluta establecida y confirmándose la extensión del concepto préstamo a todo negocio jurídico capaz de obtener la misma finalidad<sup>9</sup>.

Finalmente, el debate en torno a la *ratio* se ha encarnizado en los últimos años sobre todo considerando operaciones como la del merger leveraged buy-outs (MLBO)<sup>10</sup>, puesto que se pondría de manifiesto que no toda actuación societaria que comporte la utilización del patrimonio social para facilitar la asunción del control por parte de un tercero resulta necesariamente ilícita.

---

<sup>9</sup> PICONE, 2001, pág. 30.

<sup>10</sup> En palabras de José Miguel EMBID, por MLBO se entiende en síntesis, y al margen de las muchas variedades que presenta, la operación que consiste en que una sociedad se endeuda para conseguir financiación mediante la cual adquirir acciones de otra sociedad, obteniendo de este modo su control, para, finalmente, proceder a una fusión entre la adquirente y la adquirida, EMBID, 2012, pág.84

### **3. Introducción de la disciplina sobre auxilio financiero en el ordenamiento comunitario y su posterior evolución.**

Como es sabido, la Directiva es una disposición normativa de Derecho comunitario que vincula a los Estados de la Unión o, en su caso, al Estado destinatario en la consecución de resultados u objetivos concretos en un plazo determinado, dejando, sin embargo, a las autoridades internas competentes la debida elección de la forma y los medios adecuados a tal fin.

Mediante la aprobación el 13 de diciembre de 1976 de la Segunda Directiva del Consejo de la Comunidad Económica Europea, se introdujo en los distintos Estados miembros la prohibición de asistencia financiera al ordenamiento comunitario.

El proceso de elaboración del texto legal definitivo, recogido en su versión final por el artículo 23, cuyo fin pretendido era el de regular orgánicamente los negocios de adquisición sobre acciones propias, fue el resultado de la iniciativa adoptada por la delegación de Reino Unido, por ser el Estado que había experimentado, como ya se ha señalado en epígrafes anteriores, una larga experiencia en la verificación de estas operaciones y de los riesgos conexos a estas, a diferencia del sistema Italiano donde, configurándose la regulación sobre auxilio financiero como norma de cierre del sistema para evitar elusiones a la prohibición general de otorgar préstamos garantizados con acciones propias, hizo que la posibilidad de su incorporación al texto de la Directiva pasase desapercibida para la delegación italiana encargada de participar en la elaboración de esta última<sup>11</sup>.

Como consecuencia de lo anterior, el peso de la negociación del contenido de la norma fue asumido por los británicos que, a pesar de la

---

<sup>11</sup> VAZQUEZ CUETO, 1995, pág. 243.

inicial propuesta flexibilizadora con respeto a la disciplina vigente en la propia legislación nacional, en línea con las recomendaciones marcadas por el *Informe Jenkins*, evidenciaron riesgos de solapamiento con otras disposiciones ya previstas, además de advertir la ausencia de un interés real por las sociedades anónimas en la realización de operaciones de auxilio financiero. Éste posicionamiento inclinó la atención hacia el modelo vigente en Inglaterra que fue finalmente adoptado con escasas modificaciones<sup>12</sup>.

Sentados así los antecedentes, la redacción originaria del artículo 23 de la Segunda Directiva, prohibía que las sociedades anónimas adelantasen fondos, concedieran préstamos o diesen garantías para la adquisición de sus acciones por un tercero; esto es, la asistencia financiera (*financial assistance*) para la adquisición de acciones propias. Era una prohibición cuasi absoluta de la que sólo se exceptuaban, en las sociedades anónimas, las operaciones corrientes de los bancos y las efectuadas a favor del personal de la sociedad o de una sociedad filial.

Este precepto formaba parte de una normativa más amplia referida a los negocios sobre acciones propias, contenida en los artículos 18 a 24 de la Directiva. El más característico de estos negocios –y el que nuclea de alguna manera toda la disciplina– es la adquisición de acciones propias. Esta última operación se regulaba también en términos restrictivos, aunque de manera más generosa que la asistencia financiera, ya que se permitía que las sociedades adquirieran sus propias acciones en diversos casos y circunstancias (con autorización de la Junta General, dentro del límite del 10 % de capital, etc.).

La prohibición de la asistencia financiera, tal como estaba configurada en la redacción originaria de la segunda Directiva, causaba perplejidad, no se entendía bien por qué se prohibía totalmente a las sociedades que

---

<sup>12</sup> VAQUERIZO, 2003, págs. 90-113.

prestasen asistencia financiera a un tercero para que adquiriera sus acciones, cuando, como se acaba de señalar, se les autorizaba a ellas mismas a adquirir directamente esas acciones bajo ciertas condiciones, siendo además estas adquisiciones directas aparentemente operaciones más graves o peligrosas.

En algunos casos, esta regulación ha sido un obstáculo serio a operaciones que deberían tener reconocido un cierto ámbito de actuación, como sucede particularmente con los *leveraged buy-outs (LBOs)* o compras apalancadas de empresas<sup>13</sup>, ya que en ellas siempre de alguna manera es la entidad patrimonial de la sociedad la que está facilitando financieramente su compra por terceros.

Este es el contexto que ha venido animando las numerosas voces que se han venido alzando para modificar este régimen, y que se han manifestado en diversas propuestas de reforma de la Segunda Directiva, hasta llegar a la materialización de la modificación que tuvo lugar mediante la Directiva 2006/68/CE de 6 de septiembre de 2006 (DOCE núm. L 264/32 de 25.9.2006).

En relación con esta reforma cabe ya adelantar que, como se verá más adelante, no se modifica el concepto de asistencia financiera, aunque quizás se debiera haber hecho, pero se flexibiliza su actual prohibición permitiendo a las sociedades anónimas un margen de actuación en este punto, hasta este momento teóricamente inexistente<sup>14</sup>.

---

<sup>13</sup> Véase MINGOT, 2007, pág. 373. En opinión de MINGOT, las adquisiciones instrumentadas con apalancamiento financiero o *leveradged buy-outs (LBO)*, son aquellas en las que el coste económico de la adquisición de acciones se hace recaer en todo o en parte en la sociedad objeto de la adquisición, aplicando el flujo de caja y beneficio obtenido por la sociedad adquirida al pago del endeudamiento tomado para la adquisición o a la garantía del mismo.

<sup>14</sup> VELASCO SAN PEDRO, 2006, págs.17-23.

No obstante, en el régimen finalmente adoptado, como ya ocurrió en el caso de la formulación del texto original, bastante más estricto que el de las primeras propuestas, se han tenido bien presentes los peligros inherentes a estas operaciones, que se manifiestan a través de los diversos requisitos a que se las someten en el nuevo art. 23.1 de la segunda Directiva introducido por la reforma.

La técnica utilizada por la Directiva, de hecho, no supone necesariamente que este tipo de operaciones tengan que ser autorizadas por las legislaciones de los Estados miembros. La regla que en este sentido se planteaba en la propuesta de Directiva de 2004, que señalaba en el proyectado art. 23.1 que *“una sociedad no podrá adelantar fondos... (etc.), salvo que estas operaciones estén sujetas por la legislación nacional a las condiciones enunciadas en los párrafos segundo a quinto”*, se ha sustituido en el texto finalmente aprobado por una fórmula compatible con el mantenimiento de una prohibición cuasi absoluta de estas operaciones que establece literalmente lo siguiente: *“cuando la legislación de un Estado miembro permita a una sociedad, directa o indirectamente, adelantar fondos... (etc.), estas operaciones estarán sujetas a las condiciones enunciadas en los párrafos segundo, tercero, cuarto y quinto”*.

A raíz de lo anterior, sólo cuando un Estado miembro considere oportuno permitir éste tipo de operaciones, tendrían que sujetarse a los requisitos establecidos en el nuevo art. 23.1. Veamos tales requisitos.

El primero de ellos es que la operación tendrá que realizarse **en condiciones de mercado justas**. Esta exigencia tiene claramente la finalidad de política jurídica de impedir que, a través de este tipo de operaciones, se pueda producir una liquidación encubierta total o parcial del patrimonio social, en favor del beneficiario de la asistencia financiera, que es una de las razones que, como se dijo, sirven de justificación, sino

a una prohibición absoluta de la asistencia financiera, sí de aquellas operaciones concretas que conduzcan a éste resultado. Lo que se quiere con ello es responsabilizar el órgano de administración gravando estas operaciones con la responsabilidad solidaria de los administradores.

El segundo de los requisitos es la **aprobación de la Junta general**, al igual que en materia de autocartera, se considera que estas operación excedan del alcance de aquellas relacionadas con el desarrollo del objeto social, por lo tanto, para la tutela de todos los accionistas, se someten estas operaciones a aprobación de la junta. Recordamos que la aprobación de la junta no debería de limitar o excluir la responsabilidad solidaria de los administradores.

En relación con el tercero de los requisitos, que se refiere a la **no afectación del patrimonio vinculado, test de solvencia y liquidez**, lo que se quiere añadir es un estudio completo de la solvencia patrimonial de la empresa tras la operación que conlleva la asistencia financiera admitida.

Por último, la finalidad de esta nueva cautela es desactivar el **conflicto de interés** que se produce en estos casos, y parece en este sentido una norma apropiada que tendrá aplicación tanto en supuestos de adquisición de paquetes de control por parte de los administradores (MBOs)<sup>15</sup>, como en otros supuestos de asistencia financiera en su favor<sup>16</sup>.

Parece, por tanto, que será opción de los legisladores nacionales continuar con la prohibición total de estas operaciones, salvo las

---

<sup>15</sup> Los *Management Buy Out* (MBO) son operaciones financieras que implican la transferencia de la propiedad o del control de una empresa a un grupo de personas y entidades. Las operaciones de *Management Buy Out* se caracterizan porque los directivos o *managers* de un negocio o compañía pasan a ser los mayores accionistas de la empresa, es decir, pasan a ser los propietarios de la misma.

<sup>16</sup> VELASCO SAN PEDRO, 2006, pág.25 y s.



excepciones ya señaladas de las operaciones corrientes de los bancos y la financiación al personal de la empresa, o bien introducir los elementos de flexibilización de la Directiva.

Expuesto lo anterior, parte de la doctrina ha propuesto la posibilidad de que, cuando tenga que primar el interés del sujeto protegido por la norma, los Tribunales, puedan recurrir a instrumentos creados *ad hoc* por las instituciones comunitarias para resolver situaciones de "impasse" como son el principio de interpretación conforme y la conocida doctrina del efecto directo de las Directivas comunitarias, siempre y cuando se verifiquen los presupuestos de su aplicación<sup>17</sup>. Presupuestos que no pueden verificarse en España, puesto que el legislador comunitario ha optado por una disciplina que permite mantener el régimen de la prohibición absoluta o, en su caso, su posible moderación.

Por último, la normativa comunitaria, al hilo de las consideraciones formuladas anteriormente, se alinea con otras legislaciones de nuestro entorno que han experimentado a su vez esta evolución *flexibilizadora*. Este es el caso del Derecho australiano, donde la originaria prohibición absoluta sobre el auxilio financiero ha dado recientemente paso a un modelo de regulación más abierto en el que la validez de la operación se condiciona a la ausencia de un perjuicio efectivo para la sociedad y sus

---

<sup>17</sup> La eficacia no se alcanza sólo a través del mecanismo de transposición; si así fuera, dependería exclusivamente de la voluntad del Estado miembro, y la fuerza obligatoria de la Directiva quedaría debilitada. Al objeto de sancionar al estado incumplidor en la trasposición, la directiva es eficaz al margen de la norma o acto de transposición, si de su contenido se deducen derechos o deberes subjetivos, es decir, tendrá efecto directo sobre los ciudadanos, que no tienen por qué soportar los efectos desfavorables de una norma interna contraria. Así lo afirma el TJCE en sentencia de 1979 (asunto Ratti) «una jurisdicción nacional ante la que un justiciable que se ha ajustado a las disposiciones de una Directiva presenta un recurso dirigido a la aplicación de una disposición incompatible con esa directiva no introducida en el orden jurídico interno, debe acceder a la demanda, si la obligación es incondicional y suficientemente precisa». En otras palabras, el efecto directo de la Directiva consiste en que el ciudadano puede invocarla frente a su estado incumplidor, por su tardía trasposición o por su trasposición incorrecta.

accionistas, así como al mantenimiento de la solvencia de la sociedad frente a terceros.

Merece una mención también el Derecho estadounidense, que subraya la naturaleza esencialmente equivalente de los efectos económicos vinculados al reparto de beneficios y aquellos que se deriven de los negocios de adquisición por la sociedad de sus propias acciones, encuadrándose legalmente estos dos tipos de transacciones dentro del concepto general de distribuciones al socio<sup>18</sup>.

De este modo, la evitación de tales peligros se deja en manos de los principios y normas generalmente aplicables a las obligaciones fiduciarias de los administradores tendentes al mantenimiento de la solvencia de la sociedad.

#### **4. La transposición de la prohibición de asistencia financiera en el Derecho español.**

La introducción de la prohibición de auxilio financiero para la adquisición de acciones propias en el ordenamiento español es el resultado de la necesaria transposición de los principios elaborados a nivel comunitario, por lo que no podemos contar, a diferencia de lo que acaece en otros países de nuestro entorno, con una disciplina experimentada. Razón por la cual nos encargaremos a continuación de analizar, en primer lugar, la evolución que ha experimentado en el contexto nacional esta disciplina a partir de los años 80 y posteriormente será objeto de un estudio detallado los elementos que configuran su supuesto de hecho normativo así como las excepciones moderadoras de la misma prohibición.

---

<sup>18</sup> VAQUERIZO, 2003, pag.110.

#### 4.1 Evolución del cuadro normativo en el ordenamiento español.

La prohibición en la realización de operaciones que conllevan asistencia financiera no estaba regulada en el derecho español. Por ello, en la práctica jurídica española solo se evidenciaba una regulación en un cierto modo calificada como 'rudimentaria'<sup>27</sup>, en materia de autocartera. Fue por tanto, con la promulgación de la ley de sociedades anónima de 1989, cuando el legislador español traspuso la segunda directiva europea en el ordenamiento interno español, adecuando el derecho español al comunitario. De éste modo, el nuevo precepto contemplado en el artículo 81 de la ley de sociedades anónima, introdujo *ex novo* lo siguiente:

*1. La sociedad no podrá anticipar fondos, conceder préstamos, prestar garantías ni facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición de sus acciones o de acciones de su sociedad dominante por un tercero.*

*2. Lo dispuesto en el apartado anterior no se aplicará a los negocios dirigidos a facilitar al personal de la empresa la adquisición de sus acciones o de acciones de una sociedad del grupo.*

*3. La prohibición del apartado primero no se aplicará a las operaciones efectuadas por bancos u otras 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. Esta deberá establecer en el patrimonio neto del balance una reserva equivalente al importe de los créditos anotados en el activo.*

---

<sup>27</sup> En tal sentido suelen citarse dos leyes especiales promulgadas el 28 de enero de 1856 como el antecedente más remoto en España pues prohibía a las sociedades bancarias hacer préstamos sobre la garantía de sus propias acciones. Esta normativa pretendía evitar ciertas corruptelas que se producían en los círculos financieros españoles, en particular la emisión de nuevas acciones garantizadas con prendas sobre las mismas que no tenían como contrapartida un desembolso dinerario u de otro bien susceptible de valor patrimonial efectivo, quedando las propias acciones como garante de su obligación de aportar a la sociedad. Lo que hace que el alcance de estas leyes era ciertamente muy limitado en lo que respecta a la actual prohibición de asistencia financiera. Regulación que se refundió posteriormente en el art. 167 del C.Com. En este sentido, VELASCO SAN PEDRO, 1985, pág. 173 y ss. y BAYONA, 2000, pág. 268 y ss.

El citado precepto, apareció regulado en el artículo 47 del anteproyecto de 1987<sup>28</sup>, junto con la regulación de la prenda sobre las propias acciones, constituyendo ello un fiel reflejo de la normativa comunitaria introducida con el artículo 23 de la Segunda Directiva CEE.

Finalmente, tras la adición de algunas mejoras puntuales de carácter técnico que tenían su origen en las sugerencias formuladas por el profesor Paz- Ares, en relación con el enunciado proyectado del precepto, el previamente citado pasó a contemplarse en un artículo independiente, el ya citado art. 81 LSA, ampliando la prohibición en éste caso a cualquier negocio u operación que llevara aparejado un auxilio financiero para la adquisición de acciones propias por un tercero<sup>29</sup>.

Tras la introducción de esta disciplina sin antecedentes en el derecho español, al igual que en otras legislaciones europeas como la francesa y la alemana, que tampoco contaban con antecedente alguno al respecto, el proceso de asimilación del nuevo enunciado puso de manifiesto notables dificultades para la comprensión del tipo dogmático y sobre todo del interés último a tutelar. Como ya hemos expuesto anteriormente, estos ordenamientos junto con el español, no podían contar con el desarrollo que experimentaron legislaciones como la italiana y la inglesa, donde el precepto se desarrolló primero como una cláusula de cierre para regular

---

<sup>28</sup> La versión que se ha utilizado del Anteproyecto ha sido la de 17 de junio de 1987, publicada en el Suplemento al Boletín de Información del Ministerio de Justicia de 5 de octubre de 1987. El art. 47 ñ) del anteproyecto establecía literalmente lo siguiente:

*“Préstamos o prenda relacionados con las propias acciones de la sociedad:*

*1.- Una sociedad no podrá anticipar fondos, conceder préstamos u otorgar garantías para la adquisición de sus acciones por un tercero y solo podrá aceptar en prenda o en otra forma de garantía sus propias acciones dentro de los límites y con los mismos requisitos aplicables a la adquisición de las mismas.*

*2.- Lo dispuesto en el apartado anterior no se aplicará a las operaciones hechas en el ámbito de las actividades ordinarias de los bancos y otros establecimientos financieros, ni a las operaciones realizadas con el fin de adquirir acciones por o para el personal de la sociedad. Tales operaciones no podrán tener en ningún caso como consecuencia que el activo neto de la sociedad pase a ser inferior al capital social más las reservas indisponibles en virtud de esta Ley o de los estatutos.”*

<sup>29</sup> PAZ-ARES, 1987, pág. 602.

los negocios de autocartera y acabó teniendo y desarrollando su propia autonomía.

No obstante estas dificultades a la hora de determinar las conductas que tenían que ser subsumidas en el tipo normativo que tenía su origen en la inclusión de cualquier tipo de negocio jurídico que determinara la asistencia financiera dejándolo como una cláusula abierta, la regulación introducida con el artículo 81 LSA, dejaba claro que, conforme a lo establecido a nivel comunitario, los negocios de asistencia financiera que favorecían la toma de control de la sociedad por parte de los empleados, eran considerados lícitos porque primaba el interés social sobre el negocio prohibido. Así mismo, se consideraban excluidas también las operaciones o negocios llevadas a cabo por parte de las entidades bancarias, por ser estas operaciones aquellas que entran dentro del desarrollo del objeto social de las mismas.

El último cambio introducido en el ámbito de la asistencia financiera tuvo lugar mediante la promulgación del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que el gobierno recibió el encargo de refundir en un único texto la legislación relativa a la ley de sociedades anónima y la de responsabilidad limitada aprobándose el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

Por tanto, la regulación vigente sobre auxilio financiero actualmente se encuentra dispuesta en el artículo 150 LSC<sup>30</sup>, que en cuanto a su

---

<sup>30</sup> El artículo 150 LSC en su actual redacción establece lo siguiente:

1. La sociedad anónima no podrá anticipar fondos, conceder préstamos, prestar garantías ni facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición de sus acciones o de participaciones o acciones de su sociedad dominante por un tercero.
2. La prohibición establecida en el apartado anterior no se aplicará a los negocios dirigidos a facilitar al personal de la sociedad la adquisición de las acciones de la propia sociedad o de participaciones o acciones de cualquier otra sociedad perteneciente al mismo grupo.

contenido no ha sufrido cambios dogmáticos relevantes, por lo que solo se procedió a refinar la técnica legislativa, por lo que se mantiene el amplio alcance de la norma, dando por tanto cabida no sólo a los negocios jurídicos indicados sino también a otras operaciones de auxilio financiero que faciliten la adquisición de las acciones sociales<sup>31</sup>.

#### **4.2 Análisis de los elementos del tipo normativo de la asistencia financiera.**

Consideramos oportuno empezar recordando los elementos del tipo normativo que se recogen en la Ley de Sociedades de Capital española.

Según el texto del artículo 150 LSC la operación invocada es aquella en la que una sociedad anticipa fondos, concede préstamos, presta garantías o facilita cualquier tipo de asistencia financiera para la adquisición de sus acciones o de acciones de su sociedad dominante por un tercero<sup>32</sup>.

---

3. La prohibición establecida en el apartado primero no se aplicará a las operaciones efectuadas por bancos y demás entidades de crédito en el ámbito de las operaciones ordinarias propias de su objeto social que se sufraguen con cargo a bienes libres de la sociedad. En el patrimonio neto del balance, la sociedad deberá establecer una reserva equivalente al importe de los créditos anotados en el activo.

<sup>31</sup> MORALEJO, 2011, pág. 1151.

<sup>32</sup> Tras haber enunciado los elementos integrantes del tipo normativo regulado por el legislador español en relación con la prohibición de asistencia financiera, tal vez la diferencia más significativa, al menos a primera vista, reside en el hecho de que la ley española -al contrario de lo que sucede en las legislaciones de países como Francia y Alemania- extiende expresamente el supuesto de hecho del precepto más allá de los negocios específicos de préstamo, anticipo y garantía, añadiendo que la sociedad no podrá efectuar además ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición de sus propias acciones o de acciones de su sociedad dominante por un tercero. Como consecuencia, la norma se tendrá que aplicar por analogía a cualquier acto de disposición realizado por el propósito o la finalidad típica de facilitar al tercero el acceso a la condición de socio, circunstancia que no implica, como algunos autores sostienen, la ampliación objetiva del ámbito de aplicación de la prohibición. FLORES, 2000, pág. 45

A continuación procederemos a analizar los elementos definitorios del tipo normativo:

#### **4.2.1 Sujetos, sociedad y tercero.**

Empezaremos analizando los sujetos que intervienen en el conjunto de operaciones que integran el tipo normativo objeto de prohibición, la sociedad y el tercero.

##### **4.2.1.1 Concepto de Sociedad.**

El sujeto que presta asistencia financiera tiene que ser una sociedad. A diferencia de tiempos pasados, donde por parte de la doctrina se planteaba la posibilidad de extender esta disciplina a cualquier otro tipo de sociedad, entendemos que actualmente no cabe ninguna duda de que el precepto se pueda extender exclusivamente a las sociedades comanditarias por acciones puesto que el artículo 3.2 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de Julio, por el que se aprueba el texto refundido de la ley de sociedades de capital establece que las sociedades comanditarias por acciones se regirán por las normas específicamente aplicables a éste tipo social y, en lo que no esté en ellas previsto, por lo establecido en la misma para las sociedades anónimas. Por lo tanto, el carácter especial de esta ley en el contexto del derecho de sociedades no resulta extrapolable hacia otras formas sociales en ausencia de una habilitación legal expresa al efecto como en el caso anteriormente mencionado<sup>33</sup>. Debemos recordar que, como en el caso de las sociedades limitadas, si el legislador hubiese querido extender la prohibición a las sociedades personalistas lo habría regulado expresamente.

---

<sup>33</sup> PAZ-ARES, 2006, pág. 574.

#### **4.2.1.2 El tercero.**

El sujeto, definido por el legislador como *tercero*, que adquiere o se propone adquirir las acciones de la sociedad, puede ser tanto persona física como jurídica siempre que no sea la propia sociedad asistente. Se trata por tanto de un alter genérico cuya una cualidad determinante desde el punto de vista típico consiste en ser partícipe y contraparte del propio negocio de asistencia. De éste modo, aunque a primera vista el empleo del término *tercero* pudiera parecer inapropiado o confuso, en la actualidad no parece que exista ninguna duda en torno a la consideración como *tercero* de cualquier adquirente, con independencia de si resulta ser una persona ajena a la sociedad o si por el contrario posee la cualidad de socio o de administrador de esta.

Tenemos que tener en cuenta que justamente el desarrollo de la regulación relativa a la prohibición de asistencia financiera en el artículo 2358 del Código Civil Italiano, se configuró como una norma de cierre del sistema de adquisición de acciones propias. Razón por la cual en el caso de exclusión de los socios en el concepto de *tercero*, se obtendría un resultado paradójico. Resulta interesante observar la evolución sufrida por este precepto regulador en Italia, donde en el año 1986 se suprimió la utilización de la palabra *tercero* para acabar con la controversia que fue generada por la doctrina en torno a esta cuestión.

Todas estas consideraciones conducen a interpretar la noción de *tercero* de manera extensiva y en coherencia con la finalidad netamente preventiva de la disciplina.

#### **4.2.2 Operación contemplada.**

La operación contemplada extiende expresamente el supuesto de hecho del precepto más allá de los negocios específicos de préstamo, anticipo y



garantía a cualquier operación o negocio que entrañe el carácter de auxilio financiero.

Se trata por tanto, de referirse a la acción mediante la cual se instrumenta el hecho mismo de la asistencia financiera aislando así el negocio de financiación de la concurrencia de otros factores que integran el tipo normativo, indicando por un lado el alcance del término asistencia y por otro las operaciones o negocios comprendidos por dicha noción.

Este estudio tendrá un carácter de tipo preliminar puesto que por el momento no se extenderá a aquellas conductas que se incluirán o se excluirán una vez analizada la *ratio* y los fines de protección atribuibles a la norma<sup>34</sup>.

#### **4.2.2.1 La prohibición general de asistencia financiera.**

La primera cuestión a la que nos enfrentaremos será la determinación de si los negocios de préstamo, anticipo o garantía tienen un carácter autónomo y se integran con la cláusula general por la que se extiende la prohibición a otros tipos de operaciones o negocios que impliquen asistencia financiera o por otro lado, si el concepto de asistencia financiera tiene alcance general y si los negocios mencionados explícitamente por la norma tienen carácter exclusivamente enunciativo aclarativo. Para dar solución a esta cuestión tenemos que retroceder y tener en cuenta los trabajos preparatorios de la Segunda Directiva CEE, donde se fijó la utilización de negocios u operaciones más específicas y familiares para los ordenamientos continentales en lugar de la utilización de la categoría asistencia financiera procedente de los ordenamientos de *Common Law*.

Por lo tanto, la finalidad de la indicación de dichos negocios en la normativa comunitaria no puede considerarse como exhaustiva para la

---

<sup>34</sup> VAQUERIZO, 2003, pág. 148.

integración de la conducta típica prohibida, sino que ello se introdujo para facilitar la comprensión del significado de la nueva conducta prohibida.

Como consecuencia de lo anterior, el legislador español, en la transposición de la normativa comunitaria, adoptó un sistema mixto en el cual se contemplan los ejemplos reclamados por los ordenamientos de *Civil Law* y se introduce al mismo tiempo una cláusula de cierre respetuosa de la finalidad que el legislador europeo persigue, de manera que quedan comprendidos por la prohibición no solamente los negocios específicos que la norma menciona y que, tal vez, constituyen su expresión más significativa sino también aquellos otros que respondan de *facto* a su misma *ratio* económica consistente en la verificación de un detrimento patrimonial efectivo a la sociedad.

#### **4.2.2.2      Carácter patrimonial del concepto de asistencia.**

Para determinar los criterios que nos permitirán subsumir una cierta conducta en dicha noción al efecto de entender realizado el tipo nos ocuparemos ahora de perfilar el significado del concepto de *asistencia*.

Si atendemos al texto de la normativa, resulta fácil advertir que el concepto de asistencia está estrechamente ligado a su carácter financiero, de ello dependerá la inclusión en el tipo normativo de la conducta llevada a cabo por la sociedad.

Por lo tanto, de lo anteriormente mencionado se deduce que la conducta sancionada tiene que poseer un carácter netamente patrimonial, consistiendo en dinero o bienes susceptibles de liquidación, y que la causa de dicha atribución sea financiera, excluyéndose así, *a sensu contrario*, todas aquellas conductas que a falta de contenido patrimonial

faciliten al tercero la adquisición de la sociedad, tales como proporcionar informaciones privilegiadas<sup>35</sup>.

Además de las evidentes consideraciones anteriores, En opinión de la autoritaria doctrina, entre ellos Vaquerizo y Bayona, en aras de limitar el alcance de la prohibición de acuerdo con la *ratio legis* inspiradora de la normativa, en el supuesto de que la sociedad por una parte presta asistencia y por otra la merma patrimonial se ve contrarrestada con una contraprestación patrimonial suficiente a cargo del tercero, éste supuesto no se podría subsumir en el tipo normativo<sup>36</sup>.

Asimismo, sin ánimo de anticipar conclusiones relativas a la *ratio* del precepto que habrán de ser objeto de estudio más adelante, las consideraciones anteriores, en nuestra opinión, aunque estén en línea con la finalidad protectora de la norma, chocan con la formulación actual de la norma que posee un carácter preventivo dirigido a impedir un determinado *riesgo* para la situación patrimonial de la sociedad<sup>37</sup>. Por lo tanto, la conducta debería de considerarse ilícita en cuanto concreta aquel riesgo del cual el legislador quiere huir.

#### **4.2.2.3 Operaciones financieras subsumibles en el tipo normativo.**

En epígrafes anteriores hemos explicado que el concepto de asistencia financiera tiene alcance general y que los negocios mencionados explícitamente por la norma tienen carácter exclusivamente enunciativo aclarativo.

---

<sup>35</sup> Véase FERNANDEZ DEL POZO, 1994, pág. 181 y BAYONA, 2000, pág. 388.

<sup>36</sup> En este sentido VAQUERIZO, 2003, págs. 159-162 y BAYONA, 2002, pág. 286.

<sup>37</sup> El problema que se evidencia en este caso es básicamente la inadecuación de la formulación de la norma que garantiza una protección excesiva respecto a la que debería ser su finalidad protectora, esto es la integridad del capital social.

Siendo ello así, a continuación procederemos al análisis de contratos o actos que entrañan el riesgo de asistencia financiera, sin que con ello se pretenda proveer un estudio exhaustivo de aquellos negocios.

#### **4.2.2.3.1 Anticipos.**

El anticipo de fondos en la mayoría de los países europeos, incluida España, no se reconoce como un contrato de financiación autónomo a excepción del ordenamiento italiano que disciplina la *anticipazione bancaria*. Debido al carácter precursor de la regulación italiana en relación con las operaciones de aceptación en garantía de acciones propias, entendemos que el legislador comunitario ha sido condicionado por éste aspecto en la regulación final del texto europeo.

Sin embargo, la figura del anticipo se ha entendido en general como una mención redundante respecto al préstamo. Las utilidades que la doctrina ha evidenciado guardan relación con la función ilustrativa y de contribución para eliminar posibles dudas de interpretación sobre todo en aquellos ordenamientos donde no existe una cláusula general de asistencia financiera. En este sentido, se prohibiría la satisfacción de una deuda antes de su vencimiento, y cualquier operación similar, como puede ser el pago a cuenta cuando no fuere necesario o la puesta disposición anticipada de dinero<sup>38</sup>.

Los elementos que caracterizan a ésta institución jurídica y la diferencian del préstamo son la existencia de una relación obligatoria entre las partes cuya ejecución se adelanta por una de ellas y la naturaleza compensatorias de las sumas adelantadas.

---

<sup>38</sup> A esta conclusión llega PAZ-ARES, 1987, pág. 601.

#### **4.2.2.3.2 Préstamos.**

A diferencia de la línea seguida para la interpretación de los conceptos anteriores y en consonancia con la cláusula de cierre que posteriormente se analizará, bajo la denominación de préstamo consideramos sea conveniente agrupar solo aquellos negocios encuadrables en la definición dada por los artículos 1.740 y siguientes del Código Civil, sobre todo en aquellos en que la causa financiera implique la transferencia de recursos líquidos o que faciliten al tercero la posibilidad de obtenerlos a partir de la prestación de asistencia realizada por la sociedad<sup>39</sup>.

#### **4.2.2.3.3 Garantías.**

Al igual que el caso anterior, la referencia expresa al otorgamiento de garantías en el texto de la prohibición de asistencia financiera ha de referirse a todos aquellos actos que en sentido estricto tienen como finalidad el aseguramiento por parte de la sociedad del cumplimiento de una obligación asumida por el tercero (en el sentido del art. 150 LSC) frente a la entidad de crédito que financia la compra.

Me refiero en particular, a las garantías tanto de carácter personal como real, como son la fianza, el aval, la prenda y la hipoteca<sup>40</sup>.

En estos casos la estructura de la operación de asistencia es más compleja en la medida en que el tercero se beneficia solo indirectamente de la actuación social. No obstante, la operación entraña un riesgo patrimonial para la asistente muy elevado y merecedor de protección

---

<sup>39</sup> En este sentido, BAYONA, 2000, págs. 358-362 y FLORES DOÑA, 1994, págs. 1404-1405. En sentido contrario, al entender forzosamente agrupados bajo la denominación de préstamos cualquier modalidad comercial que implique la concesión de créditos, VAQUERIZO, 2003, págs. 169-171.

<sup>40</sup> En este sentido, BAYONA, 2000, págs. 362-365.

puesto que facilita al tercero la obtención de fondos para llevar a cabo la toma de control de la sociedad.

#### **4.2.2.3.4 Otros tipos de operaciones que conllevan asistencia financiera.**

Como hemos ya anticipado en epígrafes anteriores, en el texto legal español de transposición de la normativa relativa al auxilio financiero se predispone una cláusula de cierre que evita, al fin y al cabo, problemas interpretativos ocasionados en otros ordenamientos puesto que su finalidad no es otra que incluir todas aquellas conductas que no son posibles reconducir a los tipos indicados con finalidad enunciativa que en la práctica permiten alcanzar la finalidad prohibida evitando así de tener que recurrir a mecanismos jurídicos que provocan cierta inseguridad como son la analogía, el fraude de ley y los negocios simulados<sup>41</sup>.

#### **4.2.3 Nexos de causalidad.**

Junto a lo anteriormente mencionado, la operación tiene que contemplar entre el acto de financiación y el de adquisición la existencia de una relación causal de medio a fin entre el primero y el segundo. En definitiva, el negocio de adquisición de las acciones por el tercero debe actuar como motivo común y como motivo determinante<sup>42</sup>.

El análisis escrupuloso de este elemento esencial del tipo normativo resulta esencial para acercarse al acotamiento de la conducta prohibida.

---

<sup>41</sup> En este sentido, BAYONA, 2000, págs. 368.

<sup>42</sup> Véase PAZ-ARES, 1987, pág.602 y BAYONA, 2000, pág. 407. BAYONA, afirma lo siguiente: *“Como motivo común pues no bastará con la intencionalidad de una sola de las partes, sino que será necesario que ambas consideren dicho negocio (el de adquisición) como finalidad del negocio de asistencia financiera. Y determinante, pues de no existir dicho negocio de adquisición de las acciones no se hubiera producido el de asistencia financiera”*.

Se comprende, por lo tanto, la importancia del establecimiento de criterios que nos permitan discernir cuando estamos en presencia de dicha finalidad o propósito.

Evidentemente la cuestión no plantea dificultades cuando tal propósito se recoge de manera explícita en las operaciones realizadas -por ejemplo, en el caso de concesión de financiación sujeta a la condición del otorgamiento de garantías con cargo al patrimonio social una vez el nuevo accionista haya tomado el control de la sociedad asistente- puesto que es posible apreciar *a priori* la finalidad típica del negocio.

Más controvertidos serán los casos en los que la apreciación de esta finalidad o propósito no es tan evidente o porque las partes callen al respecto.

Estas situaciones exigen una labor interpretativa de búsqueda de la voluntad real de las partes que participan en los varios negocios u operaciones, lo que nos lleva a la exigencia de determinación de criterios que nos puedan llevar a identificar la voluntad subyacente de las partes.

Un primer criterio, compartido por la mayoría de ordenamientos de nuestro entorno, es la utilización de los criterios de interpretación de los contratos establecidos en el art. 1.282 del C. C. en virtud del cual, para entender la efectiva voluntad de las partes tendremos que basarnos en los actos anteriores, coetáneos y posteriores a la conclusión de cada uno de los negocios susceptibles de integrar la conducta sancionada<sup>43</sup>.

En cualquier caso, se pueden aplicar, si se consideran convenientes, otros cánones interpretativos tales como la interpretación sistemática y finalista del propio contrato.

En definitiva, lo que el juzgador tiene que comprobar es la determinación de la voluntad predominante perseguida por las partes al concluir el

---

<sup>43</sup> FERNANDENZ DEL POZO, 1994, pág.178.

negocio; los indicios relativos a la conducta exhibida por las partes en las varias fases de la operación; el análisis de las circunstancias concomitantes a la misma -por ejemplo, la identidad de las partes, sus relaciones previas al contrato de carácter personal o comercial y el sentido económico de las operación en su conjunto, la utilización comprobada del dinero social por el tercero, la inclusión de la operación en el objeto social de la sociedad o no, etc...

Todos estos elementos de valoración tienen como finalidad ayudar al operador a analizar el propósito de las partes pero ninguno de ellos puede considerarse como requisito objetivo del tipo legal, puesto que aun cumpliéndose todos aquellos la conducta podría no ser subsumible dentro de la prohibición.

El problema que se manifiesta en la práctica es discernir entre las diferentes operaciones de dudosa compatibilidad con la prohibición examinada aquellas que tengan una finalidad económica predominante distinta de la simple asistencia financiera para la adquisición de acciones propias. Es el caso de algunos procedimientos de fusión, restructuración en los grupos de sociedad, la reinversión de dividendos, o los llamados leveradge buy-outs o compras apalancadas<sup>44</sup>.

El ordenamiento español, a diferencia del inglés, no prevé expresamente, la posibilidad de alegar "*las purpose exceptions*" o excepciones intencionales lo que crea una inseguridad jurídica relevante. Sin embargo, en el espíritu del ordenamiento el elemento intencional constituye una de las piezas fundamentales que configuran la prohibición de tal forma que aquellas operaciones que van dirigidas a alcanzar una finalidad económica predominante en el interés social de la sociedad y que acarrear incidentalmente asistencia financiera no deben caer en el ámbito de prohibición, máxime cuando se acredita que los intereses protegidos

---

<sup>44</sup> BAYONA, 2000, pág. 410.



por la disciplina de auxilio financiero, me refiero a los intereses de acreedores y accionistas, no se perjudican<sup>45</sup>.

Tendremos la posibilidad de analizar, en el próximo capítulo, con detalle uno de estos supuestos que ha sido objeto de regulación expresa por parte del legislador, me refiero a la fusión apalancada regulada en el art. 35 LME.

Por otra parte, cuando se habla de propósito o finalidad del negocio de financiación como elemento determinante de la relación causal del negocio de asistencia financiera, es inevitable percibir el negocio de financiación como presupuesto, y por lo tanto anterior en el tiempo, a aquel de la compra de los títulos.

Tras una primera aproximación, por lo tanto, resulta evidente que dentro del supuesto subsumible en el tipo normativo en principio podemos incluir aquellos negocios de financiación anteriores o simultáneos a la operación de compra de las acciones. *Rebus sic stantibus*, el interrogante que surge es si las conductas de financiación posteriores a la compra de acciones no integran el supuesto de hecho relativo a la prohibición.

Lo importante, en este caso, no es tanto el momento en el que se produce o materializa el acto de financiación sino más bien el momento en el que se alcanza un acuerdo sobre la financiación aunque este se lleve a cabo con posterioridad a la compra de los títulos<sup>46</sup>. Para aclarar lo anterior, indicar a título ejemplificativo que en el caso de adoptar una postura distinta se vaciaría de eficacia la prohibición en aquellos supuestos donde el acto de financiación prohibido se realiza en cuanto el nuevo accionista toma el control social y repercute el coste de la financiación sobre el patrimonio social otorgando unas garantías o desembolsando el préstamo obtenido con cargo al flujo de caja de la sociedad atentando a la solvencia

---

<sup>45</sup> En este sentido, BAYONA, 2000, pág. 412.

<sup>46</sup> VAQUERIZO, 2003, pág. 203.

patrimonial de la sociedad puesto que el acuerdo anterior sobre el negocio de financiación ha facilitado la compra.

Otro punto a tener en cuenta, para la verificación de la existencia del nexo de causalidad entre el acuerdo sobre el negocio de financiación y la compra de títulos por parte del tercero, es la relevancia que asume el ámbito objetivo temporal en el que se desarrolla la operación que analizamos. En otras palabras, en qué medida la separación o desconexión en el tiempo de los actos que componen el negocio de auxilio financiero tienen relevancia desde el punto de vista de la subsunción de la conducta en el tipo normativo.

Tras un primer análisis intuitivo, cuanto más próxima en el tiempo sea la conexión entre las dos conductas resulta indiferente a la maduración y al cumplimiento de la relación causal típica del negocio.

El legislador no parece ser indiferente respecto a este aspecto y, sin ánimo de ser exhaustivo, en ocasión de la prohibición de asistencia financiera en el caso de los supuestos de fusiones apalancadas, que estudiaremos con detalle más adelante, ha introducido este elemento temporal en la conducta típica, indicando un periodo de tres años. Por lo tanto, la conclusión que podemos extraer es la notable relevancia de este aspecto. No obstante, a falta de indicación expresa por el legislador en el art. 150 LSC, tenemos que entender este elemento como comprendido dentro de los criterios hermenéuticos anteriormente citados. La excesiva separación en el tiempo de las conductas podría por sí sola desvirtuar la unidad comercial y la finalidad económica unitaria que exige la norma.

Por último, no podemos olvidarnos de la evaluación del aspecto finalista de la operación y aunque el precepto objeto de estudio introduce una presunción general de lesividad de los posibles resultados de las conductas analizadas, en el caso de quedar demostrado que el propósito o finalidad principal fuera distinta de aquella de la asistencia y respetuosa del interés social mediante interpretaciones teleológicas correctivas

podríamos excluir la prohibición. Para ello, en los epígrafes posteriores nos encargaremos de explicar la *ratio* de la norma.

#### **4.2.4 Excepciones a la prohibición.**

El artículo 150 LSC, párrafos 2º y 3º excluye expresamente la prohibición de asistencia financiera en 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, así como la aplicación de la exención 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<sup>48</sup>.

El único límite que se prevé en estos casos es que la sociedad deberá establecer en el patrimonio neto del balance una reserva equivalente al importe de los créditos anotados en el activo.

En los epígrafes posteriores centraremos nuestro estudio en las operaciones que acabamos de enunciar para delimitar su alcance y significado en el contexto de la prohibición general aplicable a los negocios de asistencia financiera.

---

<sup>48</sup> El artículo 150 LSC, párrafos 2º y 3º establece literalmente lo siguiente:

*“2. La prohibición establecida en el apartado anterior no se aplicará a los negocios dirigidos a facilitar al personal de la empresa la adquisición de las acciones de la propia sociedad o de participaciones o acciones de cualquier otra sociedad perteneciente al mismo grupo.*

*3. La prohibición establecida en el apartado primero no se aplicará a las operaciones efectuadas por bancos y demás entidades de crédito en el ámbito de las operaciones ordinarias propias de su objeto social que se sufraguen con cargo a bienes libres de la sociedad.*

*En el patrimonio neto del balance, la sociedad deberá establecer una reserva equivalente al importe de los créditos anotados en el activo.”*

#### **4.2.4.1 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.**

La exclusión de este supuesto del enunciado general obedece al deseo de fomentar una más plena integración de los empleados en los procesos productivos de la empresa, puesto que se evidencian beneficios en los índices de empleo y en la flexibilidad salarial como efectos de lo anterior y por otra parte la asunción de riesgo por parte de los trabajadores conlleva un aumento de la productividad y una disminución del conflicto de intereses entre empresario y trabajadores<sup>49</sup>.

Lo cierto es que las razones por las que se exceptúa a los trabajadores de la asistencia financiera no tienen nada a que ver con la desaparición de los peligros que fundamentan dicha prohibición.

Esta última consideración es fundamental para entender el equilibrio que busca el legislador en el conflicto de intereses que se propone, por un lado las políticas del bienestar y por otro el principio de integridad del capital social o, en su caso, la solvencia patrimonial de la empresa.

En definitiva, la excepción se configura como una presunción *iuris tantum* por la que se invierte la carga de la prueba. Las operaciones de asistencia financieras llevadas a cabo por los trabajadores de una empresa no se consideran contrarias a la prohibición salvo se consiga demostrar que el apalancamiento que la operación concreta pone en peligro la integridad de su capital o, lo estudiaremos más adelante, la solvencia y sostenibilidad de la empresa. De no ser así se podría crear una vía para saltarse el límite general establecido mediante un fraude de ley.

Estas consideraciones nos llevan a entender la licitud de aquellas operaciones de auxilio financiero que se integran en el marco general de

---

<sup>49</sup> FERNANDEZ DEL POZO, 1999, pág. 1363.

la política retributiva o salarial de la empresa. Asimismo, no pueden entenderse incluidas aquellas operaciones, como tendremos modo de estudiar en adelante, en las operaciones apalancadas de toma de control de la sociedad por parte de los trabajadores, incluidos quienes realizan las funciones propias del denominado personal de alta dirección.

Los administradores, por el contrario, no pueden acogerse a esta excepción en virtud del vínculo mercantil de la relación con la sociedad aunque desarrollen funciones y tengan un contrato laboral de alta dirección, puesto que la teoría del vínculo establecida por el Tribunal Supremo ha reiterado en varias ocasiones la prevalencia de la relación mercantil sobre la laboral<sup>50</sup>.

#### **4.2.4.2 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.**

Para entender el alcance y la limitación de esta excepción a la prohibición general de asistencia financiera tenemos que retroceder a sus orígenes históricos. En la originaria previsión del Comp. Act de 1929 la exclusión de la prohibición se preveía por todas las *Public companies* puesto que el

---

<sup>50</sup> “Caso Huarte”: STS, Sala de lo Civil, nº 1209/1992, 30.12.1992, (RJ\1992\10570, Excmo Sr. Antonio Gullón Ballesteros) en la que el Alta Corte declara la ineficacia de la cláusula indemnizatoria establecida en el contrato laboral de alta dirección de un Consejero Delegado cesado.

Tribunal Supremo, Sala Primera, de lo Civil, sentencia. nº. 472/2010, 20.07.2010, (LL 157545/2010MP: Ferrándiz Gabriel, José Ramón).

El término «personal» está referido a las personas unidas a la sociedad por una relación laboral, común o especial, de conformidad con lo dispuesto en el Estatuto de los Trabajadores y en la legislación complementaria.

Condición que no concurre en uno de los beneficiarios de la financiación, el consejero delegado, de modo que el daño antijurídico atribuible a los administradores se identifica con la atribución concedida a dicho consejero delegado para la adquisición de las acciones, daño que deben reparar solidariamente mediante el pago del valor dado a las acciones transmitidas al mismo.

alcance de la norma era tan extenso que podía afectar a las actividades normales de la sociedad en el desarrollo su objeto social.

A esta situación el legislador británico dio solución en el año 1981 mediante la reforma en la que introdujo el principio de finalidad, subjetivando el carácter del nexo causal entre los negocios de financiación y de compra de acciones. Como consecuencia de lo anterior, el sentido de la excepción cae por el carácter extraordinario de toda operación que lleva aparejada un auxilio financiero.

Ahora bien, a la luz de las consideraciones anteriores, el mantenimiento de dicha excepción conectada únicamente con las entidades de crédito resulta bastante inexplicable y muy poco sostenible.

Las razones justificativas de la excepción anterior podrían ser las siguientes: o el legislador ha querido otorgar un privilegio a las entidades de crédito por razón de la actividad desarrollada por estas o bien la consideración de que toda operación de auxilio financiero llevada a cabo por entidades bancarias solo puede considerarse como una operación ordinaria<sup>51</sup>.

Ambas consideraciones tienen que ser rechazadas, la primera porque la disciplina a la que están sujetas las entidades de créditos es la misma que para otras Sociedades Anónimas sobre todo en relación con el principio de integridad del capital social y, por lo tanto, no se entiende la razón del privilegio, mientras que la segunda tiene que ser igualmente rechazada puesto que *ex definitione* las operaciones de asistencia financiera son extraordinarias incluso dentro del sector bancario.

¿Cuál es entonces el sentido y la finalidad de esta excepción? Nos quedamos con la duda y sobre todo dificulta aún más la comprensión de una regulación ya complicada.

---

<sup>51</sup> VAZQUEZ CUETO, 1995, pág. 492.

#### **4.2.4.3 Establecimiento en el patrimonio neto del balance de una reserva equivalente al importe de los créditos anotados en el activo.**

El último inciso del art. 150 LSC prevé el establecimiento en el patrimonio neto del balance de una reserva equivalente al importe de los créditos anotados en el activo.

Ello resulta aconsejable para impedir que la sociedad pueda tomar en cuenta el valor *activo* de aquel préstamo en el cálculo del patrimonio neto.

Sin embargo, en relación con este aspecto de la disciplina tenemos que precisar su alcance; este límite resulta de aplicación tanto al segundo párrafo como al tercero del art. 150 LSC. La cuestión era de dudosa naturaleza en la redacción anterior del art. 81 de la LSA, donde se consideraba que la aplicación tuviese un alcance limitado a la sola excepción relativa a la actividad de auxilio financiero de las entidades de crédito. Varios autores habían señalado que el límite debía de operar también en las operaciones llevadas a cabo por los trabajadores puesto que, como ya hemos dicho, no existen los presupuestos para relajar las exigencias dictadas por la salvaguardia de la integridad del capital social<sup>52</sup>.

Finalmente, con ocasión de la promulgación del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, el legislador ha invertido el párrafo segundo con el tercero, conservando el límite como cláusula de cierre del sistema de excepciones por lo que la cuestión ha dejado de tener relevancia.

---

<sup>52</sup> Véase VAZQUEZ CUETO, 1995, pág. 95 y VAQUERIZO, 2003, pág. 530.

## 5. Consideraciones sobre las fusiones apalancadas y los riesgos de asistencia financiera que entraña.

Las fusiones apalancadas o *merger leveraged buy-outs* han sido una fuente de continuo debate doctrinal y jurisprudencial. En efecto, estas operaciones de integración empresarial, que tienen por efecto el traslado del coste de la adquisición sobre el patrimonio de la misma sociedad adquirida, han planteado serias dudas de legitimidad, tanto en el marco legislativo europeo como en el internacional.

La llamada fusión apalancada, consiste en que primero una sociedad, generalmente denominada como *NewCo*, se endeuda para adquirir el control de otra sociedad, conocida como *target*. Después de la compra, la adquirente absorbe a la adquirida (Fusión hacia delante, *Forward merger*) o es absorbida por esta (Fusión inversa, *Reverse merger*).

Generalmente la *NewCo* puede ser una sociedad creada al efecto o en casos menos frecuentes, una sociedad ya existente. El resultado de la fusión apalancada es que la sociedad que ha sido comprada acaba soportando el pago de la financiación, debido a que el mismo es satisfecho con el *cash flow* o flujo de caja de la sociedad adquirida y, en algunos casos, con la enajenación de parte de su patrimonio<sup>53</sup>.

Las ventajas de la operación son múltiples, puesto que suponen multiplicar exponencialmente los beneficios sobre el capital invertido.

Esta forma de negocio es generalmente utilizada por los *Private Equity* (Capital-riesgo), que mediante la aportación de valor añadido y procedimiento de estrategia activa de inversión, con una duración de corto a medio plazo, planifican la salida posterior de la compañía para que en el momento de la venta de dicha participación se generen fuertes plusvalías.

---

<sup>53</sup> ÁLVAREZ, 2010, pág. 156-163.



Justamente la intención de generar estas fuertes plusvalías es lo que provoca a su vez una precariedad financiera debida al alto endeudamiento de la sociedad *target* tras su adquisición. Por este motivo, estas estrategias fueron calificadas como altamente inapropiadas y se advirtió sobre la necesidad de impedir los abusos que su utilización provocaba sobre los intereses de los acreedores y socios minoritarios de las sociedades afectadas<sup>54</sup>.

### **5.1 La asistencia financiera por efecto de la fusión en las sociedades anónimas antes de la entrada en vigor de la Ley de modificaciones estructurales. El caso Gas Natural-Endesa.**

En el contexto de prohibición de asistencia financiera casi absoluta dictado por el art. 81 LSA<sup>55</sup>, se han dedicados enormes esfuerzos en el contexto de la doctrina comunitaria para defender la legitimidad o justificar la ilegitimidad de la fusión con apalancamiento.

Por una parte, se ha señalado en la doctrina italiana la absoluta normalidad del recurso al crédito para adquirir una empresa basada en el principio de autodeterminación empresarial y que, para hacerlo, este ofrezca como garantía su patrimonio y los flujos financieros generados por la empresa misma, sin que ello, en el respeto de ciertos límites, pueda ser considerado una violación de la prohibición de asistencia financiera<sup>56</sup>.

Otro de los argumentos esgrimidos a favor de la legalidad de la operación, es la consideración del procedimiento de fusión como la pieza clave para

---

<sup>54</sup> VAQUERIZO, 2003, págs. 33-36.

<sup>55</sup> Tenemos que recordar que antes de la entrada en vigor de la Ley de Sociedades de capital, el precepto regulador de la prohibición de asistencia financiera era el art. 81 LSA.

<sup>56</sup> Exponente de esta opinión, SPOLIDORO, 2008, pág. 1036.

que sea ajustada a derecho la asistencia financiera, puesto que proporciona las suficientes garantías para socios y acreedores sociales<sup>57</sup>.

En nuestra opinión, para resolver el binomio asistencia financiera-fusión apalancada, a diferencia de lo que sostiene parte de la doctrina, no hace falta recurrir a la doctrina del fraude de ley<sup>59</sup>.

Como hemos tenido ocasión de estudiar en el ámbito del nexo de causalidad<sup>60</sup> entre las conductas integrantes el tipo normativo de prohibición de auxilio financiero, lo importante, por una parte, es la determinación o prueba del elemento intencional predominante de la

---

<sup>57</sup> Tesis seguida por el Tribunal de Milano en sentencia de 14 de mayo de 1992, y acogida con cierta prudencia por la Audiencia Provincial de Madrid en Auto 2/2007 de 9 de enero, que manifiesta «aún cabría pensar en una hipotética fusión entre Gas Natural y Endesa, pero esta hipótesis no justifica la aplicación del art. 81 TRLSA porque se trata de un proceso que ya contempla garantías específicas para acreedores y socios minoritarios (...)», En nuestra opinión, no es tanto el procedimiento de fusión que otorga garantías suficientes y por lo tanto valida la operación, sino más bien, la labor de las partes involucradas, tanto los administradores como el experto independiente, permite obtener la documentación justificativa del elemento intencional predominante que tiene un sentido económico real y favorable al interés social distinto de la simple asistencia financiera para la adquisición de acciones.

<sup>59</sup> “Aplicando la doctrina del fraude de ley, si bien una fusión apalancada en sí misma no constituye una infracción del art. 81 LSA, por faltar la bilateralidad inherente al tipo, sí permite alcanzar los mismos resultados que la norma pretende evitar: el pago por la sociedad de sus propias acciones.” En esta concepción, lo que parece no tener en cuenta MARTÍ MOYA es la cláusula de cierre del art. 81 LSA que incluye todas aquellas operaciones de financiación que se hayan acordado con anterioridad a su efectiva celebración.

A mayor abundamiento, la autora considera que la fusión inversa (reverse merger) sí podría integrar la conducta prohibida por el art. 81 LSA mientras que la fusión directa (forward merger) estaría excluida, lo que conllevaría a una contradicción en sus propios términos puesto que los sujetos y el resultado de la fusión es el mismo, y la elección de una u otra responde a simples exigencias de optimización empresarial y fiscal. MARTÍ MOYA, 2010, pág.5-10.

<sup>60</sup> Me refiero al estudio realizado en ámbito del art. 150 LSC en el epígrafe4.2.3, que se puede aplicar en su totalidad puesto que los cambios entre el art. 81 LSA y el 150 LSC han sido irrelevantes respecto al nexo causal.

operación<sup>61</sup> y por otra, relevante no es tanto el momento en el que se produce o materializa el acto de financiación sino más bien el momento en el que se alcanza un acuerdo sobre la financiación aunque este se lleve a cabo con posterioridad a la compra de los títulos. De no ser así, se vaciaría de eficacia la prohibición en aquellos supuestos donde el acto de financiación prohibido se realiza en cuanto el nuevo accionista toma el control social y repercute el coste de la financiación sobre el patrimonio social otorgando unas garantías o desembolsando el préstamo obtenido con cargo al flujo de caja de la sociedad atentando a la solvencia patrimonial de la sociedad puesto que el acuerdo anterior sobre el negocio de financiación ha facilitado la compra, que es el caso de la fusión tanto en su vertiente directa como indirecta.

Por ello, a fin de determinar la legitimidad o ilegitimidad de la fusión con apalancamiento, se impone el examen casuístico de la operación, unitariamente considerada, para determinar si es posible reconstruir el acuerdo sobre el negocio de financiación y su siguiente reconducción al nexo causal entre el negocio de compra y aquel posterior de financiación; Para la evaluación en su conjunto de la operación y la determinación de su licitud o no, cabrá recurrir a elementos indiciarios, ya sea al parámetro temporal del plazo entre financiación y fusión, ya sea al destino de la deuda para otros fines, etc.<sup>62</sup>

Asimismo, como se ha señalado, el antídoto contra la apreciación del fraude ha de hallarse, necesariamente, en las motivaciones económicas que subyacen en la fusión y a su carácter no predatorio, que pueden

---

<sup>61</sup> El estudio de la determinación del elemento intencional predominante, como veremos más adelante, nos ayudará a proporcionar una lectura coordinada y coherente del art. 35 LME con el art. 150 LSC.

<sup>62</sup> En este mismo sentido se manifestaba, ya antes de la reforma italiana, PICONE, 2001, pág. 28, quien da a entender que el transcurso de un *ampio periodo* de tiempo, desde la constitución del crédito hasta su efectiva traslación a la *target*, había de ser un factor idóneo para legitimar la operación.

fundamentarse en la suficiente solvencia de la adquirente, o en una legítima reordenación de grupos de sociedades<sup>63</sup>, entre otros, en conformidad con la que fue la evolución de la doctrina de la finalidad en el ordenamiento británico introducida en el año 1989 en la Comp. Act. quien fluyó en la regulación comunitaria y así en el ordenamiento español.

En estos casos, la finalidad principal y distinta de la de prestar asistencia financiera podría estar apoyada en la presencia de un proyecto industrial idóneo para generar *cash flow* y de un plano financiero equilibrado<sup>64</sup>.

No existiría asistencia cuando la operación de integración patrimonial, tal y como es planteada, es idónea para generar un *cash flow* suficiente para el retorno de la deuda sin que sea necesario llevar a cabo un *Assets Stripping*, o desmantelamiento patrimonial. Y es en esta dirección en la que el legislador comunitario se ha orientado para la flexibilización de la prohibición de asistencia financiera en la reforma operada en la Segunda Directiva CEE en su art. 23 mediante la Directiva 2006/68/CEE.

En estos casos, la problemática reside, por tanto, en determinar los motivos o propósitos que permitirían discriminar entre la legítima búsqueda de las ventajas ínsitas al sistema, y la utilización elusiva o distorsionada del esquema negocial que la fusión representa, lo que parece implicar la valoración sustancial de las operaciones subyacentes a las formas jurídicas<sup>65</sup>.

---

<sup>63</sup> Este es otro de los elementos también resaltados por la doctrina y jurisprudencia italianas anteriores a la reforma. Así, fue considerada lícita una operación de LBO que obedecía a una reordenación financiera en sede de un grupo de sociedades, sentencia del Trib. Milano de 14 de mayo de 1992.

<sup>64</sup> MONTALENTI, 1991, pág. 803.

<sup>65</sup> Así se expresa MONTALENTI, 1991, pág. 797.

Por ello, el *merger leveraged buy-out* no debería ser considerado ilícito en sí mismo, pues puede ser utilizado para «perseguir fines merecedores de tutela».

En la práctica, aunque no ha sido proclive al enjuiciamiento de las fusiones apalancadas, quizás por la libertad de que han gozado los operadores financieros en los últimos años, ha encontrado una excepción en la impugnación de la operación entre Gas Natural y Endesa, precisamente por supuesta existencia de asistencia financiera. Y, en este caso, parece que el razonamiento que sustenta la resolución del Tribunal, aunque confuso, tiene mucho que ver, tanto con el plan de viabilidad de la deuda, conforme en principio con la *ratio legis*, como con la existencia de razones ajenas a la empresa que imponen la venta de activos.

En efecto, a pesar de la que la Sala no lo afirma expresamente, entre la amalgama de fundamentos jurídicos yuxtapuestos se otorga preeminencia a la fundamentación económica de la operación y al plan de retorno de la deuda post-fusión, que indican una finalidad económico-empresarial distinta de aquella predatoria prohibida y al mismo tiempo se sostiene la viabilidad del proyecto que no afecta a la solvencia patrimonial de la empresa concorde con la *ratio legis*<sup>66</sup>.

Por otro lado, pretender una desvinculación *tout court* del MLBO respecto de la asistencia financiera equivale a ignorar que, como hemos visto, en los orígenes de la prohibición se halla, precisamente, la represión de este tipo de operaciones<sup>67</sup>.

Por otra parte, la aprobación del art. 35 LME en España viene a avalar este rechazo. En efecto, la especial regulación de la fusión apalancada y

---

<sup>66</sup> Los argumentos utilizados para desvirtuar la prohibición de asistencia financiera en el auto de la AP de Madrid de 9 de enero de 2007 se analizan con detalle en MINGOT, 2007, pág. 377.

<sup>67</sup> Así lo entiende, asimismo, RONCERO, 2009, pág. 739.

la imposición de especiales requisitos explicativos, sobre todo, con respecto del plan de retorno de la deuda y de los recursos que serán utilizados, ha supuesto la superación implícita de la tesis que veía en la fusión el elemento sanatorio de la eventual asistencia financiera, tesis acogida por la Audiencia Provincial de Madrid que se pronunció sobre el caso Gas Natural-Endesa.

## **5.2 La determinación de la asistencia financiera tras el art. 35 LME.**

El artículo 35 de la LME establece literalmente lo siguiente:

*“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.”*

El tenor literal del artículo plantea cuestiones de gran calado relativas a su vinculación con la asistencia financiera a las que, en principio, parece no ofrecer una respuesta. Por este motivo, ha suscitado las críticas de la doctrina que, con acierto, lo ha calificado de elemento perturbador<sup>68</sup>.

En primer lugar, de forma consciente, no se alcanza a zanjar definitivamente el debate sobre la legitimidad *tout court* de este tipo de operaciones, pero si se introducen factores que flexibilizan la prohibición absoluta, otra cosa es que esta disciplina sea conforme a los requisitos comunitarios en este aspecto<sup>69</sup>.

La dudosa técnica legislativa utilizada, ha dado lugar a una dualidad de opiniones al respecto; por una parte, quienes propugnan que el art. 35 LME es un artículo incoherente o suicida porque, si bien regula la fusión apalancada, el experto necesariamente determinará que se ha de reembolsar con recursos de la sociedad adquirida (asistencia a posteriori), y ello ha de determinar su prohibición por ley<sup>70</sup>. Por otra, quienes entienden que puede existir asistencia financiera pero que el

---

<sup>68</sup> Así se pronunciaba ÁLVAREZ, 2011, págs. 231 y s. También crítico con la norma, por la incertidumbre e inseguridad que introduce, se manifiesta RONCERO, 2009, pág. 80.

<sup>69</sup> En procedimiento de fusión ex art. 35 LME, en principio, podría ser compatible con el cumplimiento de los requisitos previstos a nivel comunitario para la flexibilización de la prohibición de asistencia financiera, en particular me refiero a las condiciones de mercado justas en la transmisión de acciones propias y suscripción de acciones de la sociedad, la aprobación previa de la Junta General de accionistas, la no afectación al patrimonio vinculado, test de solvencia y liquidez y la inexistencia de conflictos de intereses.

<sup>70</sup> VICENT CHULIÁ, 2010.

procedimiento de fusión la pone fuera de la prohibición, en cuyo caso el inciso sobre la misma sería inútil<sup>71</sup>.

En nuestra opinión, ninguna de las opciones «radicales», anteriormente mencionadas, tiene un engarce coherente en el ordenamiento español. De este modo, sólo aquellas fusiones que incurriesen en la prohibición quedarían afectadas<sup>73</sup>.

En efecto, a fin de salvar esta carencia legislativa, cabe suponer que la pretensión del legislador es dar relevancia jurídica a la diversidad de supuestos de hechos económicos incardinables en la operación a la hora de enjuiciar su legitimidad. Así, parece darse la razón a quienes propugnaban que la legitimidad de estas operaciones era una cuestión a resolver de forma casuística, que mal se cohonestaba con soluciones apriorísticas, opción intuida, si bien tangencial y tímidamente, por la Audiencia Provincial de Madrid en el Auto Endesa-Gas natural, como hemos visto<sup>74</sup>.

En este sentido, parece que el legislador aboga por la distinción entre operaciones de *Leveraged buy-out* fundadas sobre un recurso al endeudamiento razonable y equilibrado y, por tanto, lícitas, y operaciones en las que el recurso al apalancamiento es predatorio, en el sentido de que, sobre la base de un juicio *ex ante*, es razonable considerar que la técnica de adquisición no responde sino a la utilización de los bienes para sufragar el coste de la operación, sin más proyecto empresarial. Ello concreta el riesgo del que el legislador quiere huir y por tanto supone la ilicitud de la conducta.

---

<sup>71</sup> Véase, al respecto, RONCERO, 2009, pág. 734.

<sup>73</sup> En este sentido, MARTÍ MOYA, 2010, pág. 11.

<sup>74</sup> Auto AP Madrid, Secc. 28.ª, 09.01.2007, (TOL2.660.502, MP: Gregorio Plaza González).



El motivo de la ilegalidad habría de buscarse, por tanto, en el planteamiento de la operación, en tanto en cuanto la única razón para la realización de la fusión consistiese en la transferencia de la deuda de la adquisición sobre el patrimonio de la adquirida. Esta obligación de realizar la fusión, como ha sido apuntado, suele ser parte integrante del contrato de financiación.

La intención fraudulenta no puede derivarse automáticamente, sin embargo, del recurso al endeudamiento como técnica de adquisición, sino que debe verificarse mediante una atenta valoración de la estructura financiera de la operación, para determinar si la traslación de deuda es el fin exclusivo o predominante o si, por el contrario, sobre la base de un plan económico y financiero, existe una utilización de medios propios que no incida razonablemente sobre el equilibrio financiero de la adquirida.

Ello entroncaría con la previsión legislativa, por una parte, de las especiales menciones del informe de los administradores en relación con los recursos y los plazos previstos para la satisfacción de la deuda, y, por otra, de la obligada justificación de la operación, desde el punto de vista empresarial, económico y financiero. Únicamente sobre el análisis de estos documentos podrá el experto determinar si el móvil predominante es aquel de proporcionar asistencia financiera, este juicio, como explicaremos más adelante tendrá finalidad técnico-contable acerca de la existencia de reservas libres para hacer frente al endeudamiento<sup>76</sup>.

Con esta interpretación se salva una de las carencias más notables del precepto: que no ofrece al intérprete norma alguna para establecer cuándo puede hablarse de asistencia financiera en una fusión apalancada, sino más bien le remite a los principios generales establecidos en la normativa de la LSC.

---

<sup>76</sup> ÁLVAREZ, 2011, pág. 252-255, parece que la función última del experto reside en determinar si la situación de endeudamiento es contraria a los criterios (económicos y contables) establecidos en el art. 23 de la 2.ª Dir.

En nuestra opinión, la constatación de la asistencia financiera ha de estar íntimamente ligada tanto al plan de viabilidad económico-financiero elaborado por los administradores como a los motivos subyacentes u objetivos pretendidos por la operación. Es decir, tanto a la *business reason* como al plan de retorno de la deuda. Como consecuencia de lo anterior, al juez le sería atribuido un papel fundamental en la determinación de la existencia de una justificación económica de la operación, con los límites de que esta tarea tal vez es difícilmente asumible.

El juez, en nuestro sistema, habrá de valorar la sostenibilidad y razonabilidad del plan de retorno de acuerdo con la finalidad empresarial subyacente a la operación. No cabe duda de que los motivos y finalidades empresariales han de influir, de forma directa, en el resultado del plan, puesto que sólo cuando se cuente con un proyecto empresarial sostenible podrá justificarse un retorno viable de la deuda.

### **5.3 Análisis de los elementos del tipo normativo.**

En estos epígrafes comentaré principalmente las concretas exigencias que impone el citado artículo 35 LME para poder predicar la legalidad de una fusión que haya sido realizada durante los tres años posteriores a la adquisición de una sociedad recurriendo al apalancamiento.

#### **5.3.1 El ámbito subjetivo del art. 35 LME.**

En virtud de la estrecha relación con la disciplina de la autocartera y de la prohibición de asistencia financiera, cabe la duda de que la prohibición además de a las sociedades de capital pueda extenderse a las personalistas.

Para solventar esta duda, habrá que acudir a la *ratio legis* de la regulación, puesto que en el caso de protegerse exclusivamente la integridad del capital social está claro que las sociedades personalistas estarían excluidas, mientras que en el caso de que tenga que considerarse como fin último de la disciplina la solvencia patrimonial de la empresa, entrarían dentro del presupuesto también las sociedades personalistas. Más adelante tendremos oportunidad de tratar el tema del interés protegido en capítulo sexto de este estudio, en esta instancia señalar que hasta el 2006, cuando se introdujo el sistema de flexibilización a la prohibición de auxilio financiero en la normativa comunitaria, la posición prevalente en la doctrina era la de tutela de la solvencia de la empresa<sup>77</sup>.

Por otra parte, y como es lógico, a efectos de integrar el tipo normativo desde el punto de vista subjetivo también es indiferente que la fusión sea directa, es decir, cuando la endeudada es la absorbente, o fusión inversa, donde la endeudada es la absorbida, porque, como ya hemos tenido ocasión de señalar, el resultado económico es el mismo<sup>78</sup>.

---

<sup>77</sup> En este sentido, entre otros, ÁLVAREZ, 2011, pág. 238 y s.

Por otra parte, el problema tiene su origen en el hecho de que la LME se aplica indiferentemente tanto a las sociedades de capital como a las de carácter personalista.

<sup>78</sup> En este sentido, CARRETERO, 2008, págs. 425-426 indica que *“la principal justificación que lleva a la defensa de la legalidad plena de la fusión inversa, versa en el sentido de que las acciones de la Sociedad Objetivo son adquiridas y totalmente pagadas por parte de la NewCo mediante financiación propia y el préstamo obtenido de terceros (Entidad Financiera), y es con posterioridad a la adquisición y fusión (entre NewCo y Sociedad Target) cuando la NewCo amortiza la deuda con su acreedor. Por ello, no existe una afectación directa de los activos de la Sociedad Objetivo a la satisfacción de los pagos contraídos para su compra. De hecho, muy relacionado con esta idea, cabe destacar la existencia de un régimen de protección a los acreedores de la Sociedad Objetivo.*

*Sin embargo, hay un relevante sector doctrina, entre ellos el profesor FRANCISCO VICENT CHULIÁ, que no comparte este criterio, basando su opinión en que la NewCo absorbe a la Sociedad Objetivo, y por tanto, ésta última acaba por comprometer sus fondos o capital propio en la adquisición de sus propias acciones. De esta forma, F.V. CHULIÁ, entiende que los Tribunales muy previsiblemente aplicarán con rigor la prohibición y la sanción de nulidad inherente al art. 81.1 LSA”.*

### 5.3.2 Determinación del plazo trienal.

A diferencia de la regulación general en materia de auxilio financiero, donde el elemento temporal, esto es, el periodo que transcurre entre el negocio de financiación y aquel de compra, constituía uno de los criterios no vinculantes para debilitar la existencia del nexo causal entre las dos operaciones, en este caso el legislador ha querido dar un valor fuerte a este elemento incluyéndolo dentro del tipo normativo.

La previsión del plazo trienal ha de ubicarse en el intento de flexibilizar el tipo normativo desvirtuando la relación causal entre los dos negocios previstos en la norma y, por ello, ha de entenderse como un límite temporal discrecional, pero suficientemente amplio, para reducir la probabilidad de que las operaciones de financiación y la fusión estén directamente relacionadas.

Se ofrecen, así, garantías de seguridad a los operadores, pues ha de entenderse que, tras dicho plazo, aunque se demostrase que la finalidad predominante de la operación había sido la de prestar auxilio financiero, la fusión, que concreta la conducta típica prohibida, queda validada mediante el procedimiento «ordinario» por la presunción *iuris et de iure* que se sustenta en que el plazo de tres años es un margen de garantía suficiente para comprobar que una determinada deuda o carga financiera no debería suponer un impedimento grave para los intereses de las partes involucradas, accionistas y acreedores sociales, si no había exigido de sucesión universal hasta entonces, o si no había generado una insolvencia o concurso hasta el momento, respecto de la sociedad apalancada<sup>79</sup>.

---

<sup>79</sup> LÓPEZ MATEO, 2009, págs. 844 y 845.

Así, dicho criterio de legitimidad ha sido adoptado, acertadamente, por nuestro legislador.

No obstante, la falta de rigor técnico con la que ha sido regulado hace necesaria alguna precisión interpretativa para fijar la forma en que dicho plazo ha de ser computado.

En relación al *dies a quo*, consideramos apropiado que el plazo de tres años ha de computarse desde el nacimiento efectivo de la deuda cuando efectivamente se dispone de los fondos.

Respecto del *dies ad quem*, debido a evidentes razones a tutela de la seguridad jurídica, este momento ha de ser la fecha del proyecto de fusión<sup>80</sup>.

En realidad, lo que la norma establece es un plazo de cuenta hacía atrás, partiendo del momento de fusión, ello se debe a que el legislador ha contemplado la operación desde la vertiente exclusiva de la fusión<sup>81</sup>.

Por lo tanto, en el caso de que esta cuenta hacía atrás excediera de los tres años se desvirtuaría automáticamente el nexo causal susceptible de subsumir la operación bajo la norma prohibitiva.

Si por otra parte optáramos en que este momento fuese el del inicio de los tratos preliminares o primeras negociaciones o contacto entre las partes, es evidente que ello conllevaría grandes dosis de incertidumbre.

A mayor abundamiento, la elección de la fecha del proyecto común de fusión como *dies ad quem*, nos parece una opción acertada, puesto que desde el momento de la suscripción del proyecto existe ya la obligación, por parte de los administradores, de posibilitar que la junta de socios de

---

<sup>80</sup> En este sentido coinciden, entre otros, RONCERO, 2009,pág, 750-751y EMBID, 2012, pág. 101,

<sup>81</sup> EMBID, 2012, pág. 101-102.

las intervinientes se manifiesten sobre la propuesta. La operación, a los ojos del legislador, puede considerarse, por tanto, iniciada<sup>82</sup>.

### **5.3.3 El «endeudamiento» y el nexo causal.**

Entendemos que, de nuevo, estamos ante un requisito de la operación variable, según los casos, y, por tanto, de difícil precisión apriorística. En primer lugar, el término «endeudamiento» no ha de circunscribirse a que la sociedad haya concluido un verdadero contrato de préstamo, sino que implica, únicamente, que las fuentes financieras de la inversión sean identificables en una «deuda dineraria», entendida como «capital de terceros». La noción de endeudamiento ha de ser entendida en sentido amplio, independientemente de la relación contractual entre las partes, y de las características subjetivas de la persona que financia la operación; entidad o intermediario financiero, obligacionista, o incluso un socio, si no lo hace a título de aportación sino de préstamo. Habrá que excluir del ámbito de la norma, por tanto, aquellas financiaciones obtenidas a través de recursos propios (aportaciones a capital o pago de primas, o realizadas de cualquier otro modo que no implique su restitución).

Por otro lado, para que la financiación se encuentre en una relación de «medio a fin» respecto de la adquisición del control, lo relevante es que la financiación se haya efectivamente utilizado para llevar a cabo la operación de compra. No será necesario, por lo tanto, que se haga mención expresa en el negocio de la deuda, del destino o finalidad de la misma. Para determinar la aplicabilidad del art. 35 LME, el motivo habrá de ser deducible de las circunstancias del caso sin ser necesaria la expresa manifestación.

---

<sup>82</sup> MARTÍ MOYA, 2010, págs. 15-22.

#### 5.3.4 La adquisición del control y de los activos esenciales.

En relación con la adquisición del control de una sociedad, el alcance de este elemento no está bien definido en el ordenamiento español.

A tal fin, el concepto de control habrá de ser puesto en relación con el conjunto del sistema jurídico, sería insuficiente su equiparación a la adquisición de títulos que otorguen la mayoría de los derechos de voto.

Así a falta de regulación suficiente del grupo, habrá que acudir al concepto de grupo basado en el control del art. 42 C.Co., que ha de servir de referente en las restantes normas mercantiles sin una definición *ad hoc* del concepto. Así, junto a la posesión de la mayoría de derechos de voto, podrá considerarse como control la facultad de nombrar a la mayoría de los miembros del órgano de administración, y también el control conjunto obtenido por acuerdos con terceros. Es decir, entendemos que encaja en la operación regulada por el art. 35 LME el supuesto de control ostentado por varias de las sociedades intervinientes de forma conjunta, aunque ninguna de ellas puede ejercerlo por separado.

La cuestión entraña alguna dificultad más si sólo una de las que ostentan el control conjunto participa en la operación, pero a nuestro juicio ha de ser considerada, igualmente, un supuesto de *merger leveraged buy-out* incardinable en el art. 35 LME.

Respecto de los activos esenciales para la normal explotación, en primer lugar, ha de entenderse referidos a la sociedad adquirida y no a la adquirente.

A primera vista, sorprende la inclusión de este supuesto en la norma, pues la compra directa de activos de una sociedad no supone asistencia financiera para la adquisición de acciones. Parece ser, como ha apuntado algún autor, que la prevención del legislador en este caso presupone que la cantidad obtenida por la venta del activo se habrá distribuido a los

socios antes de la fusión vía reparto de dividendos o restitución de aportaciones, con lo que, tras la fusión, aunará en su patrimonio el bien enajenado y también la deuda que anula su valor<sup>83</sup>.

### **5.3.5 Consecuencias de la existencia de asistencia financiera. Los requisitos adicionales del proyecto y los informes de los administradores y de los expertos.**

Establecer que 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 tiene como finalidad evidente la justificación de la viabilidad del proyecto sin que se ponga en entredicho los intereses tanto de los accionistas y de terceros acreedores como de la integridad del capital social.

Lo normal es que se exponga en un cuadro unificado, por una parte, los pagos de capital y de intereses, y, por otra los flujos de caja previstos durante el plazo en el que se va a pagar la deuda así como, en su caso, los flujos previstos para la venta de activo justificando que estos no afectarán a los activos indisponibles.

Por otra parte, las razones del informe de los administradores tendrán que justificar prevalentemente la adquisición realizada dentro de los tres años anteriores indicando el resultado económico que persiguió, mientras que en relación con el proyecto de fusión la justificación se prevé de forma residual optativa puesto en la letra de la norma se prevé la locución “en su caso” y sobre todo porque esta no se funda en razones económicas en sentido estricto sino financieras y fiscales.

Por último, el informe del experto es aquel que plantea problemas más arduos desde el punto de vista interpretativo por la falta de previsión de las consecuencias de la opinión de este sobre la existencia de asistencia.

---

<sup>83</sup> ÁLVAREZ, 2011, pág. 233.



Así, el problema puede plantearse desde diversos puntos de vista. En primer lugar, hay que cuestionarse el ámbito de libertad de los socios tras la constatación por parte del experto de que la finalidad predominante es la asistencia financiera. Esto es, si los socios han de ser considerados libres, en todo caso, de acordar la operación en junta.

Diversos motivos inducen a ofrecer una respuesta afirmativa. En primer lugar, una evidente razón pragmática, puesto que la sociedad adquirente ya habrá obtenido el control de los votos de la junta y, en segundo lugar, porque el informe no puede tener carácter definitivo, ni es vinculante para el socio.

Sin embargo, con posterioridad al acuerdo de fusión, nos planteamos la oportunidad y la conformidad a los principios reguladores del ordenamiento interno de la intervención de varias autoridades ajenas a la sociedad, que han de velar por el cumplimiento de la ley.

Así, parece dudoso que el control de legalidad del Notario, en determinados casos muy explícitos que externalizan el fenómeno de auxilio financiero, habrá de impedir que pueda otorgarse la escritura de fusión.

Por otro lado, tampoco el Registrador mercantil podrá inscribir la operación si, en su opinión, ésta infringe una norma imperativa.

Lo que ha sido muy debatido por parte de la doctrina es el valor del juicio del experto en la constatación por su parte de asistencia. ¿Puede el juicio del experto ser vinculante, tanto para el Notario como para el Registrador?<sup>84</sup>

---

<sup>84</sup> Realiza un estudio exhaustivo sobre los efectos del informe del experto ALVAREZ, 2011, pág. 252 y s.

En nuestra opinión, y de acuerdo con la doctrina más autoritaria, dadas las notables consecuencias de la existencia de asistencia financiera, la decisión al respecto ha de corresponder, en última instancia, a los Tribunales. Si ello no fuera así, se le reconocería al experto una función jurisdiccional sin otorgar al mismo tiempo las garantías y tutelas necesarias<sup>85</sup>.

Por ello, el resultado del informe del experto servirá de orientación en sede judicial con ayuda del perito nombrado al efecto, si se impugna el rechazo a la operación, tanto del Notario como del Registrador o en el caso de oposición por parte de los accionistas o terceros acreedores.

Avala esta toma de posición las consideraciones realizadas por EMBID, en virtud de las cuales el propósito del legislador, en el ámbito del art. 35 LME, es exclusivamente aquel de aumentar decididamente la información disponible por los sujetos afectados por la fusión subsiguiente a este tipo de operaciones<sup>86</sup>.

Por último, en nuestra opinión, en aras de proporcionar una lectura coherente del art. 35 LME en el contexto de la prohibición de asistencia financiera, la documentación que debe producirse por los administradores de las sociedades participantes en la fusión deberá contener aquellas informaciones fundamentales que justifiquen el propósito principal de la operación reconociéndole un sentido económico distinto de la prestación de auxilio financiero, capaz por un lado de desvirtuar el nexo de causalidad de la conducta prohibida y por otro cumpliendo con los deberes de información de las partes afectadas. Asimismo, estas informaciones constituirán las bases para que el experto pueda emitir su informe, aportando así la objetividad e imparcialidad necesaria en función de sus conocimientos profesionales en estos tipos de operación,

---

<sup>85</sup> En este sentido, entre otros, ALVAREZ, 2011, pág. 252 y s.

<sup>86</sup> EMBID, 2012, pág. 89.

reforzando así el derecho de información de las partes que se podrían ver afectadas por la fusión, y avalando o no en su dictamen la existencia de un propósito principal económico distinto del auxilio financiero indicado por los administradores, así podría leerse el hecho de que el experto independiente deba pronunciarse sobre la existencia de asistencia financiera.

## **6. El discutido fundamento de la prohibición.**

La tarea más ardua en relación con el estudio del régimen de asistencia financiera en el ordenamiento español es, sin lugar a dudas, la determinación del fundamento que debe inspirar el contenido y alcance de la norma, en otras palabras su *ratio legis*.

La dura crítica del régimen de asistencia financiera, se debe en parte a la cuestionable decisión del legislador comunitario, de introducir una prohibición absoluta de asistencia financiera, sin tener en cuenta el principio de integridad del capital social introducido a través de la misma Segunda Directiva de Sociedades de 1976 por el cual se pretendía conciliar a nivel europeo ordenamientos basados en principios distintos, en particular me refiero a los sistemas de *Civil Law* frente a aquellos de *Common Law*<sup>87</sup>.

Por otra parte, otros ordenamientos de nuestro entorno, como el italiano, en su regulación de operaciones sobre préstamos garantizados con prenda sobre acciones propias, como ya hemos recordado en el epígrafe 2.2 de este trabajo, regularon la asistencia financiera como cláusula de cierre del sistema anterior salvo desarrollar posteriormente en modo autónomo esta institución jurídica.

Quizás, como consecuencia de lo anterior podemos decir que, en nuestra opinión, se ha tratado erróneamente de fundamentar la prohibición

---

<sup>87</sup> ALONSO LEDESMA, 2007, pág. 131.

aportando razones en conexión con la adquisición de acciones propias en perjuicio de la autonomía que ha asunto la regulación de la asistencia financiera.

Por lo tanto, tras evidenciar las insuficiencias de una *ratio legis* basada en el fraude de ley en relación con la regulación sobre autocartera analizaremos la finalidad que persigue la regulación sobre el auxilio financiero dotándole de carácter autónomo que hoy en día la doctrina no discute<sup>88</sup>.

### **6.1 Las insuficiencias de una *ratio legis* basada en el fraude de ley en relación con la regulación sobre autocartera.**

Es indudable que históricamente la prohibición de la asistencia financiera se vinculaba, tanto en Gran Bretaña como en Italia, a la prohibición de adquirir acciones propias. Particularmente en Italia, como se acaba de indicar, su configuración obedeció a razones de cierre del sistema para evitar elusiones a la normativa sobre acciones propias<sup>89</sup>.

Asimismo, tradicionalmente en España era costumbre generalizada en la literatura jurídica sobre esta materia calificar las operaciones de asistencia financiera como negocios conexos o asimilados a la adquisición por la sociedad de sus acciones<sup>90</sup>. La previsión que se comenta se presentaba como complementaria del régimen de la autocartera y la función que se le atribuía era de colmar los resquicios que podrían verse convertidos en terreno propicio para la elusión y el fraude de la disciplina central<sup>91</sup>.

---

<sup>88</sup> En este sentido, entre otros, VAQUERIZO, 2003, pág. 251-350, MARTÍ MOYA, 2010, pág. 5 y LOPEZ MATEO, 2009, pág. 554.

<sup>89</sup> VELASCO SAN PEDRO, 2006, pág. 17.

<sup>90</sup> VAZQUEZ CUETO, 1995, pág. 414.

<sup>91</sup> En este sentido, entre otros, VAZQUEZ CUETO, 1995, pág. 459 y FLORES DOÑA, 2000, pág. 69. Por otra parte, algunos autores, en contra de nuestro parecer, siguen

Sin embargo, hoy en día esta conexión entre las dos disciplinas tiende a ser rechazada en los trabajos doctrinales más recientes, que consideran que la asistencia financiera y la adquisición de acciones propias, aunque próximas, son operaciones distintas y autónomas, con peligros y, en su caso, ámbitos de actuación amparables diferentes<sup>92</sup>.

Las consideraciones que avalan la autonomía de la asistencia financiera se refieren tanto a las diferencias estructurales con los negocios de autocartera, esto es, el sujeto que adquiere en el caso de la asistencia no es la propia sociedad, sino que los títulos se mantienen bajo el poder dominical del tercero, como a las diferentes contraprestaciones que la sociedad recibe, en el caso de negocios sobre autocartera el contenido de la prestación material recibida por la sociedades siempre es un bien de dudosa consistencia patrimonial (las propias acciones), mientras que en el caso de la asistencia financiera la contraprestación será el derecho de crédito correspondiente frente al tercero<sup>93</sup>.

Además de las diferencias fácticas, en opinión de Vaquerizo, bajo ese punto de vista de asimilación de ambas operaciones, no se entiende bien por qué el legislador habría optado en la asistencia financiera por la prohibición de forma cuasi absoluta, cuando la adquisición de acciones propias desde hace muchos años se permite en diversos casos y formas. Si se tratase simplemente de aplicar la doctrina del fraude de ley, habría bastado con imponer las normas que se quieren eludir, en este caso las de la adquisición de acciones propias. Lo cual, por otra parte, habría

---

considerando el régimen de asistencia financiera como complementaria de la autocartera, entre ellos, MORALEJO, 2011, pág.1151.

<sup>92</sup> Véanse las acertadas consideraciones de VAQUERIZO, 2003, pág. 232 y s.

<sup>93</sup> VAQUERIZO, 2003, pág. 232 y s.

conducido a permitir la prestación de asistencia financiera en los mismos casos y formas en que se permite adquirir acciones propias<sup>94</sup>.

Por otra parte, Vaquerizo admite que la previsión de dos consecuencias jurídicas distintas para cada tipo de operación, no puede erigirse en argumento definitivo para justificar la disparidad de *ratio* entre los dos complejos normativos.

## **6.2 El fundamento autónomo de la disciplina sobre asistencia financiera.**

Las conclusiones alcanzadas hasta ahora ponen de manifiesto la necesidad de proceder a una justificación autónoma desde el punto de vista dogmático del sustrato que inspira la prohibición del auxilio financiero haciendo hincapié en los principios financieros y corporativos que rigen el funcionamiento de la sociedad.

Se han venido barajando básicamente varias de razones, que analizaremos a continuación.

### **6.2.1 Impedir abusos por parte de los administradores.**

Una de las razones que se han esgrimido como fundamento de la prohibición, pone el acento en las posibilidades que ofrece la operación a los administradores para cometer abusos. En este sentido, se apunta su posible utilización como sistema para facilitar el acceso a la condición de accionistas de personas favorables (aparcamiento de acciones), o como mecanismo de defensa ante accionistas hostiles (anti OPA, etc.)<sup>95</sup>.

---

<sup>94</sup> VAQUERIZO, 2003, pág. 235-237.

<sup>95</sup> En este sentido, PAZ-ARES et. al., 2003, págs. 394-395.

## **6.2.2 Desviación de recursos sociales. Liquidación encubierta del patrimonio social.**

En esta misma línea, también se ha indicado que la asistencia financiera supone una desviación (real o potencial) de recursos sociales. La sociedad en vez de utilizarlos para el desarrollo de su actividad, los compromete en una operación ajena al objeto social. Además, dependiendo de las condiciones de la asistencia financiera, su prestación puede llegar a ser equivalente a una liquidación encubierta, total o parcial, del patrimonio social, en beneficio del socio receptor de la misma<sup>96</sup>.

Por otro lado, puede llegar a menoscabarse la garantía del capital social cuando la asistencia que se preste afecte al patrimonio vinculado, y, con independencia de ello, afectar asimismo a su solvencia si compromete la existencia de los recursos o de la liquidez precisos para desarrollar las actividades ordinarias de la compañía.

En definitiva, se trata de evitar que quien tenga el control de la compañía, acabe depredando la sociedad en su propio interés<sup>97</sup>.

## **6.2.3 Abusos de mercado.**

Finalmente, también se señalan las posibilidades especulativas de la operación, ya que podría realizarse con el fin de manipular las cotizaciones bursátiles. No obstante, este mismo objetivo se cumple ya por otras disposiciones del ordenamiento jurídico, como la normativa del mercado de valores relativa a los abusos de mercado, por lo que es cuando menos dudoso que la prohibición de asistencia financiera desempeñe una función relevante en esta cuestión<sup>98</sup>.

---

<sup>96</sup> En este sentido, VAQUERIZO, 2003, págs. 316 y s.

<sup>97</sup> PAZ-ARES et. al., 2003, págs. 399-400.

<sup>98</sup> FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, 2001, págs. 73 y s.

#### **6.2.4 El principio de integridad del capital social como fundamento de la prohibición.**

En términos generales, el objetivo fundamental que se persigue con la prohibición es evitar que las compañías vean disminuido su patrimonio social como consecuencia de servir ellas mismas de respaldo y apoyo en su propia adquisición por parte de un tercero.

El objetivo de la eminente doctrina mayoritaria que se pronunció sobre la *ratio legis* del auxilio financiero, antes del 2006, era mediar, mediante el uso de estos cánones interpretativos, entre la tutela del interés social de las empresas, en aquellas operaciones que eran sostenibles y beneficiosas para la misma, y el carácter prácticamente absoluto de la prohibición<sup>99</sup>.

Sin embargo, las diferencias con las disciplinas de la autocartera y la prohibición cuasi absoluta no dejaban margen a los autores para poder apreciar que efectivamente la finalidad de la norma era la tutela de uno de los principios básicos del Derecho Societario, el principio de integridad del capital social, de forma que estos se vieron obligados a buscar algo que iba más allá del principio anterior para justificar el carácter de la prohibición; en otras palabras la solvencia de la empresa, que en casos extremos puede incluso entrar en conflicto con el interés social de desarrollo y expansión de la sociedad o incluso con la simple y esencial necesidad de autodeterminación empresarial.

El carácter de la prohibición, a la luz de la reforma comunitaria, debe entenderse como la posibilidad para el legislador interno, frente a las enormes dificultades de disciplinar apropiada e idóneamente el auxilio financiero, de prohibir todas y cada una de las operaciones aunque no

---

<sup>99</sup> En este sentido, VAQUERIZO, 2003, pág. 295 y s. y MARTÍ MOYA, 2010, pág. 5.



lleven aparejados riesgos concretos para la integridad del patrimonio social. Ello resulta evidente en el estudio y en las consideraciones reflejadas en el informe *Jenkins*.

A mayor abundamiento, el sistema del *legal capital* que, prácticamente desde finales del siglo XIX, se ha mantenido sin apenas variaciones en la Europa continental, por el cual el capital social se conceptúa como cifra de responsabilidad frente a terceros, de carácter fijo y predeterminado estatutariamente en garantía de los acreedores, es el principio que, como es sobradamente conocido, se ha seguido hasta el presente en los distintos ordenamientos continentales, constituyendo la piedra angular sobre la que reposa el entero edificio de las sociedades de capital. Y es justo esta concepción que se acogió en la Segunda Directiva del 1976 (al menos en materia de sociedades anónimas, que son a las que alcanza la armonización)<sup>100</sup>, junto con el cambio normativo que se ha introducido en el 2006, que ha modificado el art. 23 de la misma Directiva, introduciendo un sistema flexibilizador de la prohibición en parte transpuesto en el ordenamiento español mediante el art. 35 LME, lleva en definitiva, a la consideración que en el marco legal español ha de velarse por el principio de integridad del capital social, tanto en su faceta de capital productivo, destinado a la realización del fin social, como en la cifra de garantía frente a acreedores sociales. Veamos las razones por separado.

Por un lado, la salvaguarda de los intereses de los accionistas y el fin social. La operación de asistencia financiera tendría como resultado directo la disminución de tesorería o incluso el endeudamiento de la sociedad, con el fin de satisfacer la compra de acciones para los nuevos socios, hecho que implica un posible quebranto patrimonial y en casos extremos un potencial riesgo de concurso y la posible liquidación de la sociedad.

---

<sup>100</sup> ALONSO LEDESMA, 2007, pág. 131.

Adicionalmente, en relación con los derechos y obligaciones de los socios, es evidente que con estas operaciones, el patrimonio de la sociedad podría ser utilizado por los administradores como medio para ejercer una efectiva influencia en el organigrama de poder y control de las sociedades. Sin olvidar, que aquellos socios cuya participación fuera de carácter minoritario, podrían verse perjudicados por la decisión que por parte de paquetes accionariales mayoritarios se tomase en relación con la venta y financiación de la sociedad objetivo<sup>101</sup>.

Por otro lado, la protección de los intereses de los terceros acreedores al suponer la operación de asistencia financiera un grave peligro para los acreedores sociales que hubieran otorgado un crédito a la sociedad con carácter previo a la operación misma, pues asistirían ahora a un alto endeudamiento para la compra de dichas acciones y estarían confiando en un capital que sólo existe ficticiamente pues habría sido facilitado por la propia sociedad.

Por ello, es de advertir, que no son sólo los intereses societarios internos, sino también los intereses externos y ajenos a la sociedad los que se ven peligrar con esta operación<sup>102</sup>.

Advertimos que las distintas facetas del principio de integridad patrimonial consiguen agrupar y evitar las verificaciones de los problemas relacionados con todas y cada uno de las razones justificativas expuestas autónoma y puntualmente por los autores, tales como abusos de mercado, abusos de los administradores, devoluciones encubiertas de las aportaciones a los socios, etc..

En nuestra opinión, no podemos coincidir con Vaquerizo, en justificar la disparidad de ratio entre los dos complejos normativos por la simple razón

---

<sup>101</sup> CARRETERO, 2008, pág. 412.

<sup>102</sup> CARRETERO, 2008, pág. 412.

de que el legislador habría optado por la prohibición de forma casi absoluta en el caso de la asistencia financiera, mientras que la adquisición de acciones propias se permite en diversos casos y formas, puesto que por una parte, el mismo autor admite que la previsión de dos consecuencias jurídicas distintas para cada tipo de operación no puede erigirse en argumento definitivo para justificar la disparidad de *ratio* entre los dos complejos normativos; y por otra, tras la reforma de la segunda directiva se permite la asistencia financiera dentro de estrictos límites cuantitativos relativos al activo neto acercando así las dos disciplinas en cuanto a sus consecuencias, aunque este régimen no haya sido traspuesto al Derecho español<sup>103</sup>.

A favor del autor diremos que en el momento en el que él tuvo que opinar no contaba con la modificación legislativa a nivel comunitario. Esto nos lleva a coincidir con autores como Vázquez Cueto, Flores Doña y Del Pozo quienes consideraban como finalidad protectora la integridad del capital social, aunque no la entendemos en el sentido de que la disciplina debería considerarse conexas con la referente a la de autocartera y por tanto la *ratio legis* debería sustentarse en el fraude de ley, sino más bien le atribuimos un fundamento autónomo<sup>104</sup>.

## **7. Régimen sancionador.**

Es evidente que característica esencial de toda norma jurídica es que sea coercible, esto es, exigible por medio de sanciones.

---

<sup>103</sup> En este sentido, VAQUERIZO, 2003, pág. 232 y s. Por otra parte, MARTÍ MOYA, 2010, pág.5 coincide con la postura de Vaquerizo aunque advierte de que el cambio legislativo introducido a nivel europeo pueda haber puesto en entredicho esta interpretación.

<sup>104</sup> A favor del principio de integridad del capital social como finalidad protectora de la disciplina de asistencia financiera, entre otros, FERNANDEZ DEL POZO, 1994, pág. 168 y s., VAZQUEZ CUETO, 1995, pág. 459 y FLORES DOÑA, 2000, pág. 69.

Razón por la cual, nuestro estudio no podía concluir sin el análisis de los efectos que el legislador ha creído conveniente establecer para el incumplimiento de las disposiciones anteriores.

Ya se advertía la importancia de un régimen sancionador apropiado durante el proceso de evolución de dicha disciplina, pues la prohibición absoluta introducida por la sección 45 de la *Companies Act* de 1929 establecía una multa de escasa cuantía que de hecho la vaciaba de su función represiva hacia las conductas incluidas en el tipo normativo considerado que indujo a establecer un régimen más riguroso.

A continuación se analizará el régimen sancionador introducido por el legislador español, fiel reflejo de las mejoras introducidas a nivel comunitario, que prevé por un lado tanto las sanciones de carácter administrativo previstas expresamente por el art. 157 LSC e impostas a los administradores así como el posible ejercicio de la acción de responsabilidad frente a los administradores por los daños ocasionados y por otro la posibilidad de declarar nulos los negocios integrantes el tipo normativo en cuestión acudiendo a las normas generales de derecho privado.

### **7.1 La nulidad de la operación de asistencia financiera.**

El art. 157 de la LSC, establece el régimen sancionador por el cual se reputará como infracción el incumplimiento de las obligaciones o la vulneración de las prohibiciones previstas en el capítulo VI de dicha ley como cláusula de cierre de la regulación relativa a los negocios sobre las propias acciones.

Bajo una perspectiva estrictamente comercial o contractual, el régimen sancionador no contempla expresamente cuáles son los efectos civiles

que derivan de un incumplimiento de la prohibición de la asistencia financiera.

En el silencio de la norma, se pone de manifiesto una cierta inseguridad jurídica ante la imposibilidad de procurar las consecuencias que surgen directamente de la actuación de contradicción de la disposición legal, razón por la cual nos obliga a tener que invocar los principios y normas generalmente aplicables en materia contractual.

Así sucede en España, donde el problema ha sido resuelto por parte de la jurisprudencia y doctrina más autoritaria mediante la aplicación del artículo 6.3 del Código Civil que establece la nulidad de pleno derecho para los actos contrarios a las normas imperativas y prohibitivas, salvo que en ellas se establezca un efecto distinto para el caso del incumplimiento<sup>106</sup>.

Ahora bien, la salvedad prevista en éste último precepto se refiere a los casos en los que la norma imperativa vulnerada establezca una distintita consecuencia jurídica para el supuesto de contravención. En relación a éste último aspecto se ha debatido acerca de la posibilidad de que la sanción de carácter administrativo, prevista expresamente en el art. 157 LSC y consistente en una multa por importe de hasta el valor nominal de las participaciones asumidas o acciones suscritas, adquiridas o aceptadas en garantía por la sociedad o adquiridas por un tercero con asistencia

---

<sup>106</sup> La STS, 2 de julio de 2012 (RJ2012/1012) (Excmo. Gimeno-Bayón), trata el problema consistente en la determinación de la infracción de un negocio de asistencia financiera, concluyendo que la misma ha de ser la nulidad de las garantías prestadas por la sociedad en vulneración de dicha prohibición legal. En este sentido, PAZ-ARES, 1987, pág. 603 y BAYONA, 2000, pág. 566.

Por otra parte, de forma muy similar, en ordenamientos de nuestro entorno como el italiano esta orientación se sustenta en lo dispuesto en el art. 1418 del Codice Civile, el cual declara a su vez la nulidad de pleno derecho de los negocios contrarios a las normas imperativas.

financiera, pueda desvirtuar, en este caso, la disciplina civilista de la nulidad del negocio.

Finalmente, en la doctrina ha prevalecido la tesis que fundamenta en la propia naturaleza administrativa de la sanción prevista como un efecto jurídico paralelo y en ningún caso sustitutivo con respecto a las consecuencias civiles derivadas de la transgresión de la disciplina sobre asistencia financiera puesto que se podrían ver sustancialmente mermados los efectos represores de la prohibición<sup>107</sup>.

Realizadas las consideraciones anteriores, conviene advertir sobre la necesidad de que se introduzca un sistema que flexibilice el régimen de nulidad para que este se pueda adaptar a las necesidades de las sociedades, puesta la insuficiencia de las normas generales sobre nulidad contractual.

La razón de la insuficiencia se debe atribuir a que la nulidad tiene efectos retroactivos que llevarían a la producción de resultados injustos porque se afectarían derechos adquiridos por terceros de buena fe y se generaría inseguridad jurídica<sup>108</sup>, posición apoyada y adoptada en ciertos casos *difíciles* por el Tribunal Supremo<sup>109</sup>.

---

<sup>107</sup> En este sentido, VAQUERIZO, 2003, pág. 533-535; PAZ-ARES, 1987, pág. 603, VAZQUEZ CUETO, 1995, pág. 496-497, FLORES DOÑA, 1994, pág. 1417. Véase también ALFARO ÁGUILA-REAL *et. al.*, 1991, pág. 337, quien advierte, con carácter general, que cuando una norma prohibitiva no establece la sanción civil expresamente, y únicamente se preocupa de la sanción administrativa, no puede deducirse de ello que la sanción general de nulidad del art. 6.3 C.C. sea inaplicable.

<sup>108</sup> En opinión de BAYONA, la inseguridad jurídica que se crea deriva de la inexistencia de un plazo de prescripción para el ejercicio de la acción de nulidad del negocio jurídico realizado en violación de la prohibición de auxilio financiero. Aunque advierte que los efectos restitutorios derivados de la declaración de nulidad de un negocio jurídico están sometidos al plazo de preinscripción del art. 1.964 C.C., que es de quince años. BAYONA, 2000, pág. 568.

<sup>109</sup> PASQUAU LIAÑO, 1997, pág. 21.

Respecto a la nulidad es necesario diferenciar entre los dos negocios jurídicos que comprenden la operación: la asistencia financiera, y la adquisición de acciones.

Respecto a lo que al negocio de asistencia financiera se refiere, la nulidad derivada de la infracción de la norma prohibitiva contenida en el art. 150 LSC, afecta inicialmente tan sólo a la asistencia financiera en sí, según la naturaleza del negocio correspondiente (donación, concesión de préstamo, anticipo de fondos, prestación de garantía, u otras formas de asistencia financiera). Esta nulidad conllevará la carencia de efectos “ab initio” del acto puesto que en definitiva es el negocio jurídico esencial para que se perpetúe la conducta prohibida que conlleva la merma del patrimonio afecto al capital social<sup>110</sup>.

Sin embargo, podría afirmarse que la validez del negocio de adquisición de acciones no se vería afectada por la prohibición establecida por el art. 150 LSC, dependería exclusivamente de su aptitud negocial, entendiéndose este como la verificación afirmativa de todos los elementos esenciales de los contratos. Por otra parte, en el caso de que se declarara nulo el negocio de la adquisición de acciones, esta vez sí, se vería afectado también el contrato de asistencia financiera en virtud de su dependencia.

No obstante, parte de la doctrina considera que el órgano jurisdiccional puede, en aras de la protección de los intereses protegidos por la normativa sobre acciones propias, anular el negocio de adquisición siempre que quede suficientemente demostrado que el resultado económico de la adquisición resulte en sí mismo lesivo del interés social - por ejemplo, en el caso de que el vendedor de las mismas actuó de mala fe a sabiendas de la ilicitud de la financiación del tercero adquirente-, y

---

<sup>110</sup> En este sentido, FERNANDEZ DEL POZO, 1994, pág. 177 y BAYONA, 2000, pág. 567.

siempre que no se perjudiquen los derechos de terceras personas que actúan de buena fe<sup>111</sup>.

En nuestra opinión, la posibilidad de anular un negocio jurídico que reúne los requisitos esenciales para su validez y que no es instrumento, en sí mismo, indispensable para perpetuar la merma patrimonial exigida por el tipo normativo de la prohibición de auxilio financiero podría agravar extremadamente la inseguridad jurídica desde el punto de vista de los efectos restitutorios toda vez que, por ejemplo, la nueva propiedad haya modificado el modelo de negocios anterior, creando nuevos lazos comerciales con nuevos proveedores o distribuidores, o creando una nueva imagen corporativa o modificado la anterior, entre otros aspectos.

## **7.2 La responsabilidad solidaria de los administradores sociales por la realización de operaciones contrarias a la prohibición de asistencia financiera.**

Los efectos de la nulidad sobre el negocio jurídico de asistencia financiera no agotan el número de acciones que el perjudicado puede interponer para reparar el daño patrimonial sufrido.

Nos referimos a las acciones de responsabilidad contra los administradores sociales por los daños causados como consecuencia del incumplimiento de deberes que les incumben en virtud de la Ley, de los estatutos o del deber de administrar con la diligencia exigible al ordenado y leal administrador y se encuentran regulados por el art. 238 LSC.

Bajo este aspecto, y puesto que la concesión de asistencia financiera constituye una actuación contraria a una norma imperativa, no puede dejarse de reconocer la idoneidad de esta vía de resarcimiento<sup>112</sup>.

---

<sup>111</sup> En este sentido, BAYONA, 2000, pág. 572 y CARRETERO, 2008, pág. 470.

<sup>112</sup> En este sentido, FERNANDEZ DEL POZO, 1994, págs. 175-176 y REDONDO, 2014, pág. 771.



El sistema legal español de responsabilidad de los administradores se encuentra dispuesto sobre la base de un doble criterio. Por un lado, tenemos la responsabilidad por daños causados al patrimonio de la sociedad que puede ser exigible por la propia mercantil (acción social) y por otro lado nos encontramos con la responsabilidad por daños causados directamente en el patrimonio de socios o de terceros, responsabilidad que será exigible a través de la acción individual. La consecuencia de esta distinción es que en el supuesto de la acción social de responsabilidad, la indemnización o la compensación que se consiga se incorporarán al patrimonio social de la sociedad, mientras que en el caso de la acción individual, el montante económico logrado irá a parar al patrimonio del particular socio o acreedor demandante.

Para que cualquiera de las dos acciones pueda prosperar ha de acreditarse por parte del perjudicado el importe del daño sufrido mientras que la prueba de la licitud de la operación corresponde a los administradores por la existencia de la presunción *iuris tantum* establecida por el legislador.

Por otra parte el art. 157 LSC introduce una sanción pecuniaria frente a los administradores sociales culpables de haber llevado a cabo la conducta prohibida. A estos efectos, se imputarán como responsables de la infracción a los administradores de la sociedad infractora y, en su caso, a los de la sociedad dominante que hayan inducido a cometer la infracción. Se considerarán como administradores no sólo a los administradores, de hecho o de derecho, sino también a los directivos o personas con poder de representación de la sociedad infractora<sup>113</sup>.

Dicha sanción, que supondrá la imposición de una multa por importe de hasta el valor nominal de las acciones adquiridas por el tercero con la

---

<sup>113</sup> AVILA, 2011, págs. 1181-1182.

asistencia financiera prestada por la sociedad, no establece ningún tipo de graduación de la multa en función del carácter de la infracción administrativa cometida. La simple imposición de un tope máximo, en opinión de AVILA, plantea alguna duda sobre la conformidad de la norma al mandato constitucional establecido en el art. 25.1 toda vez que se deja en manos de la administración pública un margen de discrecionalidad que podría exceder los límites constitucionales en cuanto a la graduación de la sanción<sup>114</sup>.

Por otra parte, la doctrina no es unitaria, parte de ella considera que la sanción no puede considerarse inconstitucional puesto que existe tanto un límite mínimo, consistente en dejar sin sanción la infracción en base al principio de oportunidad, como un límite máximo, equivalente al importe del valor nominal de las acciones adquiridas, y un mandato de graduación a raíz de la clasificación de criterios elaborada por PAZ-ARES y VELASCO CABALLERO, tales como la naturaleza de los perjuicios, el riesgo de generalización de la conducta ilícita, la forma de cometer la infracción, el grado de culpabilidad del infractor (dolo, imprudencia, ...), la reincidencia, etc..<sup>115</sup>.

Por último, órgano competente para la iniciación, instrucción y resolución de los expedientes sancionadores, a diferencia de lo que acaece por las Sociedades Limitas donde esta función es llevada a cabo por el Ministerio de Economía y Hacienda, es la Comisión Nacional de Mercado de Valores que puede operar tanto por iniciativa propia como a petición razonada de otros órganos y deberá dictar su resolución en el plazo de tres meses desde la finalización de los tramites de instrucción.

En nuestra opinión, la decisión parece *sui generis* puesto que se extienden excepcionalmente las competencias de la CNMV al control y monitorización de conductas de sociedades anónimas no admitidas a cotización de sus valores en mercados primarios y se atribuyen

---

<sup>114</sup> AVILA, 2011, págs. 1180-1181.

<sup>115</sup> BAYONA, 2000, págs. 595-596.

competencia para el control y la evaluación de conductas idénticas bajo el punto de vista del tipo normativo en sociedades de capital (SL y SA) a órganos distintos.

## **8. Conclusiones.**

En el presente trabajo, hemos pretendido abordar el régimen jurídico de la asistencia financiera en las Sociedades Anónimas mediante el estudio de las disposiciones legales en materia, en particular nos referimos a los arts. 150 y 157 LSC y art. 35 LME, señalando los principales problemas que esta plantea.

De acuerdo a la investigación desarrollada y al análisis in extenso del tema identificado, tengo la oportunidad de presentar las siguientes conclusiones:

PRIMERO.- En nuestra opinión, el legislador europeo alarmado por los riesgos que estas conductas podían suponer para el tráfico mercantil y los intereses de los terceros afectados decidió “penalizar” estos comportamientos introduciendo un sistema sancionador ejemplarizante, poniendo, por un lado, en segundo plano aquellas operaciones que, aunque incidentalmente conlleven a la prestación de auxilio financiero, podrían haber sido beneficiosas para la sociedad, mientras que, por otro, como hemos podido comprobar en relación con la ratio legis, ha dificultado la posibilidad de introducir una regulación capaz de amalgamarse con los principios reguladores de los sistemas nacionales consagrados en la Segunda Directiva CEE, me refiero, en particular, al principio de integridad del capital social.

En nuestra opinión, este exceso de protección que el legislador ha otorgado, ha inducido en el error de justificar la disparidad de sanciones entre el régimen de la autocartera y la asistencia financiera por la simple razón de que el legislador habría optado por proteger intereses distintos.

En definitiva, aunque se reconozcan diferencias estructurales que desvirtúan la posibilidad de aplicación de la doctrina del fraude de ley frente al régimen de autocartera, no puede erigirse este argumento como definitivo para justificar la disparidad de ratio entre los dos complejos normativos, que sigue siendo, en nuestra opinión, el principio de integridad del capital social; a confirmar nuestra lectura, tras la reforma de la segunda directiva, se ha optado finalmente por la flexibilización del régimen que acaba permitiendo la asistencia financiera dentro de estrictos límites cuantitativos relativos al activo neto acercando así las dos disciplinas en cuanto a sus consecuencias, aunque lamentablemente a día de hoy este régimen no haya sido traspuesto al Derecho español.

SEGUNDO.- Sentadas las bases relativas a la determinación de la finalidad protectora de la normativa sobre asistencia financiera, parece evidente que la actual formulación del art. 150 LSC que mantiene el régimen cuasi absoluto de prohibición de estas operaciones resulta inadecuada.

En este sentido, los operadores del derecho han advertido en la práctica la necesidad de flexibilizar la rigidez de esta normativa. El punto de inflexión en este sentido fue el Auto de la Audiencia Provincial de Madrid de 9 de enero de 2007, del que hemos tenido la oportunidad de hablar en el capítulo cinco de este estudio. El supuesto infractor presentado por la sociedad afectada (la que prestaría supuestamente asistencia financiera) tiene particular interés en la medida en que en el caso presente estaríamos antes un supuesto de asistencia financiera que encajaría en la cláusula general de cierre en el art. 81.1 LSA, sin embargo, el juez aprecia la falta de nexo causal puesto que la finalidad financiera en este caso es incidental, existiendo una causa esencial autónoma que prevalecería. Afirma además, en un *obiter dictum*, que ni siquiera en el caso de fusión posterior se darían los presupuestos que justificarían la aplicación de la norma prohibitiva del art. 81 LSA (actualmente art. 150

LSC) porque se trata de un proceso que ya contempla garantías específicas para acreedores y socios minoritarios.

Entendemos que como apoyo a sus consideraciones, el juez, aunque no le exprese abiertamente en el auto, se haya basado en la reciente modificación del art. 23 de la Segunda Directiva CEE, introducida en el año 2006, que flexibiliza la disciplina sobre auxilio financiero.

Por lo tanto, las consideraciones que podemos extraer son que en la práctica, al fin y al cabo, sí prevalecen las lecturas moderadoras de la prohibición en favor del interés social.

TERCERO.- Entendemos, asimismo, que el legislador español tuvo en cuenta las consideraciones esgrimidas tendentes a proporcionar una lectura moderadora en operaciones que planteen el problema de asistencia financiera a la hora de disciplinar la fusión apalancada en el art. 35 LME, introduciendo, en nuestra opinión, una excepción expresa ulterior además de las dos ya previstas en el art. 150 LSC.

En relación al análisis del marco normativo introducido por el art. 35 LME, nuestra opinión es que, su disciplina facilita la labor de las partes involucradas, tanto los administradores como el experto independiente, permitiendo obtener la documentación justificativa del elemento intencional predominante que tiene un sentido económico real y favorable al interés social distinto de la simple asistencia financiera para la adquisición de acciones.

En definitiva, el legislador reconoce que en todo caso se verifica asistencia financiera, salvo desvirtuar la prohibición si las partes participan en un proceso regulado, como es el de fusión, que permite justificar el elemento intencional predominante mediante los proyectos e informes de los administradores involucrados y de un tercero independiente, siempre y cuando se recurra a los fondos objeto de libre disposición de la sociedad y no se afecte al patrimonio vinculado, en el respeto del principio de integridad del capital social .

Por otra parte, en relación al sentido y valor del informe del experto independiente sobre su pronunciamiento acerca de la existencia de asistencia financiera, en nuestra opinión, este deberá centrarse desde un punto de vista técnico en la determinación del elemento intencional predominante, esto es, la predominancia de asistencia financiera o la existencia de justificadas razones económicas que rompen el nexo causal del art. 150 LSC.

En el caso de que el experto independiente no evidenciase en su informe otra causa distinta de la asistencia financiera, no se le podrá en ningún caso atribuir a su informe funciones propias de órganos jurisdiccionales como impedir el otorgamiento de la escritura pública o el acceso de esta última al registro mercantil para su inscripción, su único valor será aquel de advertir las partes sobre su posible lesión de sus intereses para que puedan actuar mediante la interposición de las acciones oportunas así como la de orientar, en su caso, al juez, como cualquier otra pericial pueda hacer, sin poder vincular su libre juicio.

CUARTO.- En nuestro estudio hemos analizado los efectos que el legislador ha creído conveniente establecer para el incumplimiento de las disposiciones en materia de auxilio financiero.

En nuestra opinión, la naturaleza administrativa de la sanción prevista expresamente en el art. 157 LSC no eximiría las operaciones subsumibles en el tipo normativo de asistencia financiera, bajo una perspectiva estrictamente negocial, de su nulidad de pleno derecho.

Se llega a esta conclusión mediante la aplicación del artículo 6.3 del Código Civil que establece la nulidad de pleno derecho para los actos contrarios a las normas imperativas y prohibitivas.

Ahora bien, respecto a lo que al negocio de asistencia financiera se refiere, la nulidad derivada de la infracción de la norma prohibitiva contenida en el art. 150 LSC, afecta inicialmente tan sólo a la asistencia financiera en sí, según la naturaleza del negocio correspondiente (donación, concesión de préstamo, anticipo de fondos, prestación de

garantía, u otras formas de asistencia financiera). Esta nulidad conllevará la carencia de efectos “ab initio” del acto puesto que en definitiva es el negocio jurídico esencial para que se perpetúe la conducta prohibida que conlleva la merma del patrimonio afecto al capital social.

Sin embargo, podría afirmarse que la validez del negocio de adquisición de acciones no se vería afectada por la prohibición establecida por el art. 150 LSC, dependería exclusivamente de su aptitud negocial, entendiéndose este como la verificación afirmativa de todos los elementos esenciales de los contratos. Por otra parte, en el caso de que se declarara nulo el negocio de la adquisición de acciones, esta vez sí, se vería afectado también el contrato de asistencia financiera en virtud de su dependencia.

QUINTO.- Así, una lectura coherente de los preceptos impone concluir que la constatación de asistencia financiera bajo el marco regulatorio del art. 150 LSC, ha de tener alguna relación con la especial fundamentación económico-financiera prevalente de la operación distinta de la simple prestación de auxilio financiero, capaz de desvirtuar el nexo de causalidad entre las operaciones de financiación y de compra. Mientras que en las operaciones llevadas a cabo bajo el art. 35 LME, las dificultades de demostración de la licitud serán más accesibles sin perjuicio de la rigurosidad de la documentación justificativa de la operación.

Auguramos y deseamos, en cualquier caso, que el legislador, al hilo de la elaboración del Nuevo Código Mercantil, introduzca una modificación del régimen de asistencia financiera acorde con las posibilidades ofrecidas por la Segunda Directiva CEE, que dote de coherencia al sistema en relación con los fines protectores de la norma.

En particular, en aras de protección de los intereses de los accionistas, la introducción de la aprobación del acuerdo por Junta de Accionistas permitiría por un lado a los accionistas que hubiesen votado en contra la

posibilidad de impugnar el acuerdo por lesión del interés social, estableciendo así un primer filtro y por otra parte se podría reconocer también un derecho de separación.

Mientras que para la tutela de los acreedores, en el caso de la fusión apalancada ya se le reconoce un derecho de oposición, aunque este tiene el límite de que el crédito no tiene que estar vencido; por otra parte, para garantizar una mayor tutela se podrían sujetar las operaciones de asistencia al requisito de existencia de reservas de libre disposición.

Sin embargo, a la vista del Anteproyecto de Ley del Código Mercantil, que el pasado viernes 30 de mayo de 2014, fue aprobado por el Consejo de Ministros, en su art. 233-31 mantiene prácticamente inalterada la redacción del actual art. 150 LSC mientras que en relación con la disciplina de las fusiones apalancadas el art. 263-13116 del anteproyecto

---

<sup>116</sup> *Artículo 263-13. Fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente.*

*1. Si alguna de las sociedades que participa en la fusión hubiera contraído deudas en los tres años inmediatamente anteriores a la fecha el proyecto de fusión para adquirir el control de otra que participe en la operación o para adquirir activos de cualquiera de ellas, que fueran esenciales para el desarrollo del objeto social por parte de la adquirente o que representasen más del cinco por ciento del activo de esta, serán de aplicación las siguientes reglas:*

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

*b) El informe de los administradores sobre el proyecto de fusión debe indicar las razones que*



del Código Mercantil elimina la necesidad de indicación del experto independiente en su informe de la existencia de asistencia financiera sustituyéndolo con un juicio sobre la razonabilidad del proyecto común de fusión y el informe de los administradores, modificación que parece acercarse a la lectura que hemos proporcionado cuya finalidad debería ser exclusivamente aquella de garantizar el derecho de información de los sujetos involucrados en la operación.

---

*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.*

*c) 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.*

*2. En estos supuestos será necesario el informe de expertos, incluso cuando el acuerdo de fusión se adopte por unanimidad.*

## Bibliografía.

Jesús Alfaro AGUILA-REAL *et. al.* (1991), *Las condiciones generales de la contratación: estudio de las disposiciones generales*, Civitas, Madrid.

Carmen ALONSO LEDESMA (2007), “Algunas reflexiones sobre la función (la utilidad) del capital social como técnica de protección de los acreedores”, *Estudios de derecho de sociedades y derecho concursal: libro homenaje al profesor Rafael García Villaverde*, Vol. 1, págs. 127-158.

Segismundo ÁLVAREZ (2010), “Fusión apalancada y asistencia financiera: El art. 35 de la ley de modificaciones estructurales”, *El Notario del siglo XXI*, número 30.

Segismundo ÁLVAREZ (2011), *Modificaciones estructurales de las Sociedades Mercantiles*, Dykinson, Madrid.

Alfredo ÁVILA DE LA TORRE (2011), “Artículo 157. Régimen sancionador”, *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, TOMO I, págs. 1178-1184.

Ricardo BAYONA GIMÉNEZ (2000), *La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias en las sociedades anónimas*, tesis doctoral dirigida por Luis Fernández de la Gándara. Universidad de Alicante.

Ricardo BAYONA GIMÉNEZ (2002), *La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Aranzadi, Pamplona.

Ana CARRETERO PIRES (2008), “Prohibición de asistencia financiera: concepto y aplicación a operaciones de adquisición apalancadas”, *Anuario de la Facultad de Derecho*, Nº. 1, págs. 409-433.

Ronald H.COASE (1988), *The firm, the Market and the Law*, University Chicago Press, Chicago-London.

Luis DIEZ-PICAZO (2008), "Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial, II", Civitas, 6ª ed., Madrid.

José Miguel EMBID IRUJO (2012), "En torno al art. 35 de la Ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (la fusión apalancada)", *Modificaciones estructurales y reestructuración empresarial*, págs. 83-109.

Luis FERNÁNDEZ DEL POZO (1994), "Revisión crítica de la prohibición de asistencia financiera (artículo 81 LSA)", *RdS*, Nº 3, págs. 169-189.

Luis FERNÁNDEZ DEL POZO (1999), "Participación de trabajadores y directivos en el capital de las sociedades anónimas. Examen de la cuestión en Derecho societario", *RDM*, nº 234, págs. 1361-1468.

María Cristina FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ (1996), "El futuro de los negocios de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones en Gran Bretaña: los últimos documentos emitidos al respeto por el *Department of Trade Industry*", *RdS*, nº 7, págs. 463-483.

María Cristina FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ (2001), *La asistencia financiera para la adquisición de acciones/participaciones propias*, Comares, Granada.

Eilis FERRAN (1999), *Company Law and Corporate Finance*, Oxford, University Press, Oxford.

María de la Sierra FLORES DOÑA (1994), "Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias", *Derecho de Sociedades Anónimas*, tomo II, Madrid, págs.1383-1423.

María de la Sierra FLORES DOÑA (2000), *Adquisición de acciones financiadas por la sociedad*, EDERSA, Madrid.

Miguel Ángel LÓPEZ MATEO, "Asistencia financiera: análisis y crítica del Derecho vigente. Ley 3/2009 (II)", *RDM*, núm. 273, págs. 835-892.

Vanesa MARTÍ MOYA (2010), “El Merger Leveraged Buy-Out o fusión apalancada a la luz de la Ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles”, *RDM*, nº 276, págs. 607-644.

Manuel MINGOT AZNAR (2007), “La prohibición general de asistencia financiera del art. 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*, nº 28, pág. 371-379.

Paolo MONTALENTI (2004), “Il leveraged buyout”, *Giurisprudenza Commerciale*, Tomo I, Giuffré.

Ignacio MORALEJO MENÉNDEZ (2011), Artículo 150. Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias y de participaciones o acciones de la sociedad dominante, “Comentario de la Ley de Sociedades de Capital, Vol. 1, TOMO I, págs. 1150-1155.

Miguel PASQUAU LIAÑO (1997), *Nulidad y anulabilidad del contrato*, Civitas, Madrid.

Cándido PAZ-ARES (1987), “Negocios sobre las propias acciones”, *La reforma del Derecho español de sociedades de capital: reforma y adaptación de la legislación mercantil a la normativa comunitaria en materia de sociedades*, Civitas, Madrid, págs. 473-630.

Cándido PAZ-ARES *et. al.* (2003), “Los negocios sobre las propias acciones (artículos 74 a 89 de la Ley de Sociedades Anónimas)”, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, tomo IV, vol. 2-B, Civitas, Madrid.

Cándido PAZ-ARES (2006), *Curso de derecho mercantil*, Tomo I, Civitas, 2ª ed., Madrid.

Luca PICONE (2001), *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi dei leveraged buy out*, Giuffré, Milán.

Francisco REDONDO TRIGO (2014), “La consecuencia de la infracción de asistencia financiera”, *RCDI*, N° 742, año XC, págs. 765-784.

Antonio RONCERO SÁNCHEZ (2009), “Fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento del adquirente”, *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Tomo I, Aranzadi, Pamplona.

Sergio SCOTTI CAMUZZI (1979), “Acquisto delle proprie azioni, utile e utile d’esercizio”, *La società per azioni come impresa e altri studi in tema di regole giuridiche dell’attività economica*, Giuffrè, Milano, págs. 142-181.

Maximilian SCHMITTHOFF *et al.* (1968), *Palmer’s company law*, Stevens, London.

Marco Saverio SPOLIDORO (2008), “Legalismo e tutela dei diritti: leveraged buy out e leveraged cash out nel nuovo diritto delle società”, *Rivista delle Società*, Volumen 53, Fascículo 5, págs. 1035-1058.

Alberto VAQUERIZO (2003), *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Civitas, Madrid.

José Carlos VÁZQUEZ CUETO (1995), *Régimen jurídico de la autocartera*, Marcial Pons, Madrid.

Luis Antonio VELASCO SAN PEDRO (1985), *La adquisición por la sociedad emisora de sus propias acciones*, Lex Nova, Valladolid.

Luis Antonio VELASCO SAN PEDRO (2006), “La reforma de la asistencia financiera en Europa”, *Documentos de trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, n.º. 5, Universidad Complutense, Madrid, págs. 1-39.

[http://eprints.ucm.es/5992/1/REFORMA\\_ASISTENCIA\\_FINANCIERA\\_EN\\_EUROPA-E-prints.pdf](http://eprints.ucm.es/5992/1/REFORMA_ASISTENCIA_FINANCIERA_EN_EUROPA-E-prints.pdf). (Última visita: 4 de septiembre 2014).

Francisco VICENT CHULIÁ (2010), “Ley de modificaciones estructurales. Opciones de la ley”, *El Notario del Siglo XXI*, núm.28.

<http://www.elnotario.es/index.php/hemeroteca/revista-28/opinion/opinion/1410-opciones-de-la-ley-0-2407622516534871>. (Última visita: 4 de septiembre 2014).

<b>Sala y fecha</b>	<b>Referencias</b>	<b>Magistrado Ponente</b>	<b>Partes</b>
STS, Sala de lo Civil, 30.12.1992	RJ\1992\10570	Antonio Gullón Ballesteros	Don Faustino F. c. Huarte y Cia, S.A.
STS, Sala de lo Civil, 20.07.2010	LL 157545/2010	Ferrándiz Gabriel, José Ramón	Don Alfonso y Don Arsenio c. Caja de Ahorros y Monte Piedad de Segovia <i>et. al</i>
STS, Sala de lo Civil, 02.07.2012	TOL2.674.894	Rafael Gimeno-Bayón Cobos	Sindicatura de la quiebra de construcciones y contratas billenium, S.A y Caja de arquitectos sociedad cooperativa de crédito.
AAP Madrid, 28ª, 09.01.2007	TOL2.660.502	Gregorio Plaza González	Endesa, S.A. c. Gas Natural SDG, S.A. y Iberdrola, S.A.