

# PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA: CONCEPTO Y APLICACIÓN A OPERACIONES DE ADQUISICIÓN APALANCADAS

ANA CARRETERO PIRES

*Licenciada en Derecho y en Administración y Dirección de Empresas*

Estudiante de Postgrado en CIFF-Universidad de Alcalá

Máster en Derecho de la Empresa (IV Edición)

**Resumen:** El estudio que a continuación se expone pretende analizar el régimen y contenido de la Prohibición de Asistencia Financiera para la adquisición de acciones de la sociedad en el Derecho Español, la realidad de la práctica actual en el marco de las operaciones mercantiles, los efectos y las consecuencias directas derivadas del incumplimiento de tal mandato legal. Para un análisis más completo de la materia resulta necesario tener presente la evolución e influencia que el Derecho Comunitario tiene en el ordenamiento español, así como la incidencia que viene a provocar la elaboración del reciente Proyecto de Ley sobre Modificaciones Estructurales de Sociedades Mercantiles.

**Palabras Clave:** asistencia financiera, acciones propias, apalancamiento, Sociedad Objetivo.

**Abstract:** The following research tries to analyze the regime and content about Prohibition of Financial Assistance for the acquisition of shares in Spanish Law, the reality of the current practice in the frame of commercial transactions, the effects and the direct consequences derived from the breach of such legal rule. To complete the analysis of this matter is necessary to consider the evolution and influence that European law has in Spanish Law, as well as the impact caused by the elaboration of the Law on Structural Modifications of Mercantile Societies.

**Keywords:** Financial Assistance, own shares, leverage, target company.

**Sumario:** I. Introducción. II. Contenido de la prohibición de asistencia financiera: 1. Razones que fundamentan la prohibición; 2. Conductas prohibidas: (a) Anticipo de fondos; (b) Concesión de préstamos; (c) Préstamo de garantías; (d) Cláusula de cierre. 3. Elemento intencional. III. Excepciones a la prohibición de asistencia financiera: 1. Negocios en favor del personal de la sociedad (art. 81.2 LSA); 2. Operaciones efectuadas por bancos y otras entidades de crédito en las operaciones ordinarias propias de su objeto social (art. 81.3 LSA). IV. Efectos del incumplimiento de la prohibición. V. La prohibición de asistencia financiera en el derecho comunitario. VI. LBO bajo el supuesto de asistencia financiera: 1. Leveraged Buy Out (LBO); 2. LBO Forward Merger. VII. Proyecto de ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. VIII. Conclusiones. Bibliografía

## I. INTRODUCCIÓN<sup>1</sup>

### Artículo 81 LSA - Asistencia financiera para la adquisición de acciones de la sociedad

*“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.”*

El artículo 81 de la Ley de Sociedades Anónimas de 22 de diciembre de 1989 (en adelante LSA), y en su caso, en el artículo 40 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada 2/1995 de 23 de marzo (LSRL), consagra en el ordenamiento jurídico español el principio general prohibitivo por el cual una sociedad no puede prestar asistencia financiera a un

<sup>1</sup> El presente trabajo se desarrolla en el marco de la Memoria del Master de Derecho de la Empresa (IV edición, junio 2008), organizado por la Facultad de Derecho de la Universidad de Alcalá y el Centro Internacional de Formación Financiera y ha sido tutelado por la Profesora Marta Gómez-Luengo.

tercero para la adquisición de sus acciones o de acciones de su sociedad dominante.

El concepto de “**asistencia financiera**” no ha sido definido expresamente por el legislador español, hecho que sin duda dota a la materia de una cierta inseguridad jurídica que ha intentado ser suplida por parte de la doctrina a través de sinónimos o definiciones que engloban la idea y meta esencial que se persigue con la misma. A pesar de los esfuerzos, no se ha conseguido dar una explicación clara que permita obtener una comprensión completa del alcance de la expresión de asistencia financiera. No obstante, un posible concepto de la misma contendría todas aquellas operaciones de naturaleza económica que tienen como resultado una atribución patrimonial, potencial o efectiva, al tercero que posibilita la adquisición por éste de las acciones de la sociedad y cuya finalidad sea precisamente una **causa de favor**. La operación de asistencia financiera es una operación triangular que se configura generalmente por dos negocios jurídicos:

- La asistencia financiera, entre la sociedad y el tercero asistido.
- La adquisición de acciones, entre el tercero asistido y uno o varios accionistas y/o la sociedad.

Un elemento de especial importancia en la configuración de la prohibición lo constituye, según opinión de la doctrina mayoritaria, la conexión que debe producirse entre el negocio de asistencia financiera y el negocio de adquisición de las acciones por el tercero. Atendiendo a la generalidad del término empleado y a la finalidad de la prohibición, debe entenderse por “**tercero**” a toda persona física o jurídica, con independencia de que esta persona sea o no accionista de la sociedad cuyas acciones se adquieren, y que actúe por cuenta propia, esto es, que adquiera las acciones para sí mismo.

Adicionalmente, el art. 88 de la LSA establece que la prohibición de asistencia financiera opera tanto si la operación se realiza directamente por la sociedad, como si se hace indirectamente por medio de una persona interpuesta, esto es, por una sociedad controlada por ella o por una persona física que actúe por cuenta de dicha sociedad controlada.

Antes de entrar en un pormenorizado análisis, resulta preciso no perder de vista un hecho esencial como es el que en todo momento la normativa en esta materia se encarga de regular los negocios que se producen sobre las acciones, y que por lo tanto, sólo en la medida en que la operación en sí vulnere las normas o principios que disciplinan estos negocios, podrá entenderse prohibida la misma.

## II. CONTENIDO DE LA PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA

### 1. Razones que fundamentan la prohibición

La prohibición de asistencia financiera fue incorporada al Derecho Español a raíz de su origen en el Derecho Británico, y su posterior integración en el Derecho Comunitario a través de la Segunda Directiva de Sociedades de 1976. 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. En definitiva, se vela 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 garantías frente a acreedores sociales.

Como se deriva de lo anterior, tradicionalmente dos han sido las razones que han llevado al legislador a prohibir de forma expresa la asistencia financiera en el ordenamiento jurídico mercantil:

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 importante y la posible liquidación de la sociedad. 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.

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.

Dicho lo anterior, con motivo de analizar más profundamente el contenido de la prohibición de asistencia financiera, resulta necesario delimitar qué conductas concretas y específicas están integradas dentro del ámbito de aplicación de la prohibición.

## 2. Conductas prohibidas

La prohibición de asistencia financiera es concretada por el legislador expresamente en tres conductas, completadas finalmente por una cláusula general de cierre. Según el art. 81 LSA, la sociedad no podrá conceder préstamos ni garantías ni facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones de la sociedad o de las acciones de su sociedad dominante por un tercero.

A continuación se procede al análisis individualizado de cada una de las conductas prohibidas:

### (a) Anticipo de fondos

En la legislación mercantil española no existe una definición específica del “anticipo de fondos” de la sociedad objeto de la adquisición en favor del tercero adquirente. Por parte de la doctrina el concepto tampoco está claro, existiendo mucho debate al respecto. Así, algunos autores defienden la idea de una exclusiva relación contractual concreta, como un contrato próximo al del préstamo bancario, en cuanto que la obligación de la entidad que anticipa se realiza mediante la entrega en una sola vez de la suma anticipada; y especialmente aquel que viene garantizado por títulos o mercancías. En otros casos, también se habla de figuras afines a la apertura de un crédito.

Si bien, otro sector de la doctrina, considera que cuando el legislador español hace uso del término “anticipar” fondos se refiere a la prohibición de la acción consistente en realizar pagos adelantados. En este sentido, lo que se prohibiría sería 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 a disposición anticipada de dinero. En todo caso, dicho acto debe estar ligado necesariamente a un negocio obligacional del que se desprende una obligación futura, y mediante el cual las partes acuerden que se anticipa con la finalidad de que el receptor del anticipo adquiera las acciones de la sociedad.

Según opinión del profesor RICARDO BAYONA GIMÉNEZ, ninguna de las dos perspectivas anteriores puede acomodarse al orde-

namiento español, y propone una tercera visión consistente en la mera transmisión de dinero de la sociedad al tercero. De esta forma, la operación comprendería cualquier negocio que implicase la entrega de bienes o dinero al tercero, sin necesidad de un previo ligamen contractual. No obstante, dar fondos no puede asimilarse a anticipar fondos. De cualquier modo, en el ordenamiento español debería concretarse específicamente la intención del precepto o en su caso sustituir la fórmula “anticipo de fondos” por otra que exprese “cualquier tipo de liberalidad o pago adelantado a su fecha de vencimiento”, o bien eliminar del precepto esta conducta prohibida al aportar poco con respecto a las otras dos modalidades que serán analizadas a continuación.

### (b) Concesión de préstamos

Al abordar esta materia, el profesor RICARDO BAYONA establece dos perspectivas de análisis:

- En sentido estricto, estarían prohibidos todos aquellos negocios que pudieran englobarse dentro del contenido del artículo 1.740 del Código Civil (CC), que regula el denominado contrato de préstamo. Se entiende que *“una de las partes entrega a la otra, o alguna cosa no fungible para que use de ella por cierto tiempo y se la devuelva, en cuyo caso se llama comodato, o dinero u otra cosa fungible, con condición de devolver otro tanto de la misma especie y calidad en cuyo caso conserva simplemente el nombre de préstamo”*.
- En sentido amplio, estarían prohibidos aquellos negocios que supongan, directa o indirectamente, la concesión de crédito por la sociedad a un tercero.

En opinión de RICARDO BAYONA, hay que mantener una congruencia con la normativa y la literalidad de la ley, sin entrar en ampliificaciones con tildes artificiales, por lo que resulta más coherente inclinarse por la primera de las interpretaciones, la estricta, en consonancia a su vez con la cláusula general de cierre que posteriormente se analizará. Por lo tanto, con la prohibición de asistencia financiera en materia de concesión de préstamos se prohíbe exclusivamente la conducta de entrega tipificada en el citado art. 1.740 del CC.

### (c) Préstamo de garantías

La acción de prestar garantías constituye la tercera de las conductas prohibidas que el art. 81.1 de la LSA tipifica expresamente respecto de la prohibición de la asistencia financiera. El préstamo de garantías implica la constitución del patrimonio de la sociedad en garantía de una obligación principal asumida por el tercero adquirente de las acciones (ya sea el prestamista una entidad de crédito, un tercero, o la propia sociedad) poniendo en peligro los intereses implicados en las demás modalidades de asistencia financiera:

*Peligro patrimonial derivado del posible incumplimiento por parte del garantizado* (que es aquel en favor de quien la sociedad presta la garantía) *de su obligación principal*, que no es otra que la satisfacción de los pagos de la deuda. Así, de producirse dicho incumplimiento por parte del obligado a ello (el garantizado), el acreedor tendrá derecho a iniciar la ejecución de las garantías impuestas contra la sociedad, o contra algunos de sus bienes, produciéndose un vacío patrimonial no deseado, que precisamente la norma prohibitiva trata de impedir.

*La prestación de garantías por parte de la sociedad a terceras personas*, con la finalidad de que éstas adquieran acciones de la misma, vulnera la correcta formación de poder en la sociedad anónima pues se está facilitando el acceso al dominio accionario a determinadas personas sin un ofrecimiento que garantice la igualdad de oportunidades para todos los aspirantes a la adquisición de las acciones (socios minoritarios, por ejemplo).

*Peligro de manipulación de las cotizaciones de las sociedades*. En el supuesto de sociedades cotizadas conllevaría un aumento de la demanda de las acciones en el mercado bursátil (al tratarse de acciones respaldadas por garantías), pues se estaría haciendo más atractiva y menos riesgosa su adquisición.

### (d) Cláusula de cierre

El art. 81.1 LSA tras enumerar las conductas englobadas dentro del ámbito de aplicación de la prohibición de asistencia financiera, estipula una cláusula general de cierre donde se incluyen aquellos otros negocios realizados por una sociedad que pudieran facilitar la asistencia financiera para la adquisición de sus propias acciones o las de su sociedad dominante por parte de un tercero adquirente, y que en consecuencia se hallarían

sometidos a la prohibición. La fundamentación de la existencia de esta cláusula final radica en los siguientes aspectos:

- Abarcar todas aquellas operaciones que no se encuadren dentro de las tres categorías anteriormente descritas.
- Evitar que se recurra a mecanismos jurídicos tales como la analogía, el fraude de ley y los negocios simulados o fraudulentos, que fomenten inseguridad jurídica.

A tal efecto, el principal objetivo que se persigue con esta cláusula de cierre es evitar la disminución, potencial o efectiva, del patrimonio, en función de las diversas operaciones que podrían plantearse. Si bien, no se prohíbe por el resultado en sí que pudiera alcanzarse, sino que lo que verdaderamente se castiga es la existencia de una causa o finalidad de favor, mediante la cual se asista financieramente al tercero de forma decisiva en la adquisición de las acciones de la sociedad, en perjuicio de los intereses tanto de los acreedores como de los propios accionistas respecto del capital social. Tal y como ha destacado afianzada doctrina y jurisprudencia de los países más avanzados, la asistencia no puede resultar de una mera cooperación sino que debe existir una atribución patrimonial decisiva para el negocio posterior (o anterior) de adquisición de acciones por parte del tercero asistido.

### 3. Elemento intencional

Según la doctrina más autorizada en el estudio de la prohibición que centra el presente análisis, existe una relación necesaria que debe producirse para determinar la existencia o no de una vulneración de la prohibición de asistencia financiera: **la conexión entre el negocio de la asistencia financiera y el negocio de adquisición de las acciones por el tercero.**

El legislador español adaptó su legislación a la Segunda Directiva e incorporó, junto con la prohibición de prestar cualquier tipo de asistencia financiera, un elemento intencional, consistente en que la operación de asistencia financiera tenga por finalidad precisamente que la contraparte adquiera las acciones de la sociedad. El art. 81 LSA sólo prohíbe el negocio de asistencia financiera cuando tiene por objeto que el tercero adquiera el dominio pleno de las acciones, y no cualquier derecho sobre las mismas. Por ello, el negocio de adquisición de las acciones por parte del tercero debe actuar como motivo común y determinante en la operación. Como motivo común, pues no bastará con la intencionalidad de



una sola de las partes, sino que será necesario que ambas consideren el negocio 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 la asistencia financiera.

El principal problema de este elemento intencional o nexo causal reside en la dificultad probatoria que conlleva, siendo imprescindible en la mayoría de los casos indagar en las voluntades de las partes del negocio. Sin embargo, tal y como ha puesto de manifiesto la doctrina, un juicio exclusivamente basado en la voluntad de las partes implicadas se convertirá en lo que viene a denominarse “prueba diabólica de intenciones”, exigiéndose en la práctica un seguimiento casuístico.

En definitiva, en el ordenamiento jurídico español, el elemento intencional se constituye como una pieza fundamental de configuración de la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de las acciones propias. Como ya se ha adelantado previamente en el punto anterior, el legislador ha optado por impedir sólo aquellas atribuciones patrimoniales originadas por negocio de favor, que tienen como finalidad que un tercero adquiera, a título pleno, las acciones de la sociedad asistente, o de su sociedad dominante.

Así, dentro del concepto de asistencia financiera no se pueden incluir todos los negocios jurídicos que tengan el resultado de proporcionar fondos al tercero. Si el negocio tiene causa lícita distinta de la propia adquisición, o viene justificado por el tráfico ordinario de los negocios de la sociedad, el negocio debe entenderse plenamente válido con independencia de que éste coincida con una operación de adquisición de acciones del financiado, al entender que no existe el elemento intencional anteriormente expuesto. Esta última idea se pone de especial manifiesto cuando se debate sobre la prohibición inmediata o no de la operación *Leveraged Buy Out* (LBO), figura que será analizada con exhaustividad en el punto 6 del presente estudio.

### III. EXCEPCIONES A LA PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA

Frente a la prohibición de asistencia financiera recogida en el art. 81 de la LSA, existen dos excepciones en referencia a la regla general, presumiblemente por la especial condición de los sujetos receptores de las mismas:

### 1. Negocios en favor del personal de la sociedad (art. 81.2 LSA)

Como consecuencia del fenómeno de la socialización de los medios de producción, así como el fomento por parte de la empresa de la adquisición de sus acciones por sus empleados (crecimiento de la participación de los trabajadores en el entramado accionarial), la prohibición de asistencia financiera ha ido flexibilizándose hasta llegar al momento actual. Respecto a esto último, la Segunda Directiva CEE (LCEur 1977), en materia de sociedades y respecto a negocios sobre sus propias acciones, ya establecía un régimen diferenciado para los supuestos en que los beneficiarios se encuadrasen dentro del personal de la empresa, y asimismo, ha sido patente el interés del legislador comunitario por la posición de los trabajadores en la empresa a lo largo de varias disposiciones.

El fundamento de dicha excepción es doble. Por un lado, se pretende proporcionar una gratificación para aquellas personas que han puesto su trabajo al servicio de la empresa durante un cierto periodo de tiempo, facilitándoles el acceso a la propiedad de los medios productivos dentro del marco de una política integradora de sujetos que conocen profundamente el funcionamiento y labor de la sociedad, y que por su condición no han tenido oportunidad de tomar decisiones sobre la misma. Por otro lado, supone una función ejemplificadora, de colaboración y apoyo a los trabajadores en tanto que incentivan al trabajador en activo a desarrollar su labor en la empresa alcanzando el máximo rendimiento.

A modo de ejemplo, cabe citar las Sentencias del Tribunal Supremo de 29 de Mayo y de 2 de Noviembre de 1991 (R.3436 y 2002/229) respecto al caso “Banesto”, en el que se declararon válidos los préstamos a sus empleados para adquirir acciones del Banco, por no haberse producido asistencia financiera prohibida ni inducción dolosa por el Banco.

### 2. Operaciones efectuadas por bancos y otras entidades de crédito en las operaciones ordinarias propias de su objeto social (art. 81.3 LSA)

La actividad más característica y habitual de los bancos y entidades de crédito, por mandato legal, consiste en la recepción de fondos por parte del público ahorrador a través de depósitos, préstamos, cesión temporal de activos financieros u otras operaciones análogas que llevan aparejada la obligación de restitución por la entidad. Estos fondos a su vez son puestos a disposición de aquellos sujetos que necesitan financiación, haciéndolo posible a través de la concesión de créditos u operaciones similares, todo ello, dentro del ámbito de regulación específico del Derecho

Público Bancario. Como consecuencia de ello, hacer extensiva la prohibición de la asistencia financiera a esta tipología de sociedades implicaría una limitación directa e injustificada del objeto social de las mismas.

#### IV. EFECTOS DEL INCUMPLIMIENTO DE LA PROHIBICIÓN

El art. 81 de la LSA no contempla expresamente cuáles son los efectos que derivan de un incumplimiento de la prohibición de la asistencia financiera. Este hecho 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, problema que ha sido resuelto por parte de la doctrina mediante la aplicación del artículo 6.3 del Código Civil (CC) que establece la nulidad de pleno derecho para los actos contrarios a las normas imperativas y prohibitivas. Respecto de 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. 81 LSA, 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. Sin embargo, no tiene por qué existir un contagio de la nulidad del negocio de asistencia financiera sobre el negocio de la **adquisición de acciones**; todo lo contrario, podría afirmarse que este último es, en principio, válido. No obstante, el juez 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 vendedor de las mismas actuó de mala fe a sabiendas de la ilicitud de la financiación del tercero adquirente, y siempre que no se perjudiquen los derechos de terceras personas que actúan de buena fe.

Por último, el art. 89.2 LSA y el 42 de la LSRL, estipulan la imposición de una **sanción administrativa** frente a los responsables de la infracción de la prohibición de asistencia financiera. 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 miembros del Consejo de Administración, sino

también a los directivos o personas con poder de representación de la sociedad infractora. Dicha sanción supondrá la imposición de una multa por importe de hasta el valor nominal de las acciones adquiridas por el tercero con la asistencia financiera prestada por la sociedad, y cuya graduación irá en función de la entidad de la infracción, así como de los perjuicios ocasionados a la sociedad, accionistas y terceros.

#### V. LA PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA EN EL DERECHO COMUNITARIO

La prohibición de la asistencia financiera en la adquisición de sus propias acciones o de la sociedad dominante por un tercero tiene su origen en el derecho inglés, y posteriormente fue trasladada a la Segunda Directiva Comunitaria del Consejo de 13 de Diciembre de 1976 (77/91/CEE). En el ordenamiento jurídico español tuvo entrada dicho principio prohibitivo a través de la Leyes de Sociedades Anónimas y Limitadas, con el fundamento esencial de mantener la integridad del capital social y proteger a los acreedores sociales contra prácticas potencialmente fraudulentas.

Sin embargo, la disposición legal prohibitiva, así como sus limitados supuestos de excepción, chocan directamente con la realidad de la práctica actual en el marco de las operaciones mercantiles, donde se ha producido una tendencia clara a la liberación de los formalismos existentes en la materia en cuestión, manifestándose en una mayor agilidad en el mercado de las adquisiciones de empresas. Este nuevo marco, implica un traslado superior de las cargas de la responsabilidad a los administradores en el ámbito de sus actuaciones, dando lugar recientemente a modificaciones en las posturas legislativas en aras a flexibilizar el anterior régimen de prohibición. Así, pueden destacarse las siguientes:

- **Reforma del derecho societario inglés** mediante la cual se elimina completamente la prohibición de asistencia financiera en el ámbito de sociedades no cotizadas, pues en el caso de las cotizadas, la eliminación de la prohibición estaba hasta ahora prohibida por la normativa comunitaria.
- Aprobación de la **Directiva 2006/68/CE**. Con fecha 25 de septiembre del 2006 se publicó en el Diario Oficial de la Unión Europea la Directiva 2006/68/CE, que venía a modificar la Directiva 77/91/CEE, referente a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital. El motivo principal que induce a llevar a cabo la modifi-

cación es, según comunicación de 21 de mayo de 2003 remitida al Consejo y al Parlamento Europeo por parte de la Comisión, *“la simplificación y modernización de la Directiva 77/91/CEE, contribuyendo considerablemente a fomentar la eficiencia y la competitividad de las empresas, sin reducir la protección que se ofrece a accionistas y acreedores”*.

La Directiva, cuyo precedente es la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo presentada por la Comisión con fecha 21 de septiembre del 2004, recoge ciertas recomendaciones del informe de la comisión de expertos designada por la Comisión Europea para la reforma y modernización del Derecho societario en Europa (documento conocido como Informe Winter) y permite a los Estados Miembros excluir determinados supuestos de procedimientos innecesariamente laboriosos. Esta Directiva, que debe enmarcarse en el más amplio proceso de reforma y modernización del Derecho societario en Europa, afecta principalmente a cuatro aspectos fundamentales respecto al régimen jurídico de las sociedades anónimas:

- Régimen de las ampliaciones de capital social mediante aportaciones no dinerarias.
- Régimen de la adquisición de las propias acciones (autocartera).
- Régimen de la asistencia financiera.
- Régimen de oposición de acreedores en las reducciones de capital social.

La nueva Directiva permite a las sociedades anónimas asignar acciones en contrapartida de aportaciones no dinerarias sin que tengan que efectuar una evaluación especial por un experto en los casos en los que ya exista un punto de referencia claro para evaluar dicha aportación. Asimismo, autoriza a las sociedades anónimas a adquirir sus propias acciones, en el límite de sus reservas distribuibles. Por otro lado, los acreedores podrán recurrir a procedimientos judiciales o administrativos cuando sus derechos estén en juego a consecuencia de una reducción del capital. El plazo de transposición de la Directiva finalizó el 15 de abril de 2008.

En lo relativo a la presente materia, es importante analizar las nuevas pautas que desde la normativa comunitaria se establecen respecto al Régimen de la asistencia financiera. Así pues, con el fin de incrementar la flexibilidad frente a los cambios en la propiedad del capital social de la sociedad, la Directiva deroga el antiguo artículo 23.1 y lo sustituye por un nuevo marco legal que permite a una sociedad, directa o indirectamente, adelantar fondos, conceder préstamos o dar garantías para

la adquisición de sus acciones por un tercero. Las condiciones a que se sujeta dicha asistencia, bajo la responsabilidad de los administradores, son las siguientes:

- Límite: las reservas distribuibles de la sociedad.
- En condiciones de mercado justas (especialmente en cuanto a las garantías y el tipo de interés).
- Investigación de la solvencia del tercero adquirente.
- La asistencia financiera concedida no puede provocar que el patrimonio neto sea inferior al capital social incluyendo las reservas indisponibles.
- Dotación de una reserva no distribuible en el pasivo del balance equivalente al importe de la asistencia financiera concedida.
- Que la adquisición o suscripción de las acciones por el tercero se lleve a cabo a un “precio justo”: *“cuando un tercero adquiera acciones propias de una sociedad en el sentido del artículo 19, apartado 1, o suscriba acciones emitidas en el curso de una ampliación del capital suscrito mediante la asistencia financiera de dicha sociedad, la adquisición o suscripción deberá hacerse a un precio justo.”*

Asimismo, y también, bajo la responsabilidad de los administradores, se deben cumplir las siguientes obligaciones procedimentales:

- Aprobación previa de la operación por la junta general.
- Elaboración de un informe por el órgano de administración referente a: motivos, interés para la sociedad, riesgos de liquidez y solvencia para la sociedad y precio de adquisición por el tercero.
- Presentación del referido informe en el Registro Mercantil para su posterior publicación.

A raíz del cambio, se pasa de un régimen prohibitivo según las características comentadas, a un marco en el que se permite a los Estados Miembros que ellos mismos decidan sobre la inclusión de un mecanismo de excepción general a la prohibición de asistencia financiera. Así, los países que opten por adoptar la excepción general comentada, deberán añadir un procedimiento de salvaguarda similar al “*white-wash*”<sup>2</sup> inglés que requiere la aprobación de la Junta, elaboración de un informe por los

<sup>2</sup> *White-wash*: concepto que deviene de la práctica inglesa para sociedades cotizadas. Consiste en un proceso de salvaguarda que ha sido también introducido en Italia hace unos años, que permite las operaciones de LBO seguidas de una fusión impropia. *Extraído de la Nota Editorial VLex de fecha 19/04/07, ¿Mayor seguridad jurídica en operaciones apalancadas?*

administradores y su depósito en el Registro Mercantil. Así, expresamente la Directiva enuncia los siguientes términos:

*“Se debe autorizar a las sociedades anónimas a adquirir sus propias acciones, en el límite de sus reservas distribuibles, y debe prolongarse el período durante el cual la junta general puede autorizar dicha adquisición, con el fin de incrementar la flexibilidad y reducir las cargas administrativas de las sociedades que deben reaccionar con rapidez a la evolución de los mercados que pueda afectar al precio de sus acciones.”*

Los Estados miembros deben poder permitir que las sociedades anónimas concedan ayuda financiera para la adquisición de sus acciones por terceros, en el límite de sus reservas distribuibles, con el fin de incrementar la flexibilidad frente a los cambios en la propiedad del capital social de la sociedad. Esta posibilidad debe estar sometida a garantías, visto el objetivo de la presente Directiva de proteger tanto a los accionistas como a las terceras partes, que en otro caso podrían verse perjudicados tal y como se ha expuesto al inicio de este estudio.

## VI. LBO BAJO EL SUPUESTO DE ASISTENCIA FINANCIERA

### 1. Leveraged Buy Out (LBO)

La prohibición de asistencia financiera se somete a debate en las operaciones de adquisición de empresas que en el tráfico mercantil se conocen como “compras apalancadas” o “leveraged buy-out” (LBO), siendo aquellas en las que el comprador adquiere una determinada sociedad (la “Sociedad Objetivo” o “Sociedad Target”) utilizando fondos procedentes, al menos en su mayor parte, de fuentes de financiación ajenas, y que pretende amortizar con cargo a los recursos patrimoniales y flujos de caja esperados de la propia Sociedad Objetivo. Es decir, el LBO tiene como resultado que el comprador traslade sobre el patrimonio de la Sociedad Objetivo el coste de su adquisición. Suele ser habitual que las entidades de crédito pretendan incluir dentro del paquete de garantías de la financiación activos de la Sociedad Objetivo, lo cual en ningún caso podrá realizarse.

La doctrina unánimemente reconoce que esta figura está dotada de muy diversas modalidades y facetas, todo LBO tiene como resultado el traslado sobre el patrimonio de la sociedad adquirida del coste de su adquisición.

En este contexto, algunos autores han identificado prácticamente las operaciones de LBO con los negocios prohibitivos de asistencia finan-

ciera, por entender que la Sociedad Objetivo, soportando el coste de adquisición de sus acciones, prestaba de una u otra forma asistencia financiera al tercero adquirente. Sin embargo, conforme lo analizado hasta el momento, y de acuerdo con gran parte de la doctrina, considero que no puede compartirse de ningún modo esta conclusión ya que la prohibición en sí, como ya se ha comentado en reiteradas ocasiones a lo largo de la exposición, no es una prohibición de resultado, sino una prohibición finalista. Esta operación no se prohíbe por tener un determinado resultado no deseado por el legislador, sino porque dicho negocio tenga una finalidad de favor. Desde esta perspectiva, los aspectos más relevantes a tener en cuenta respecto al LBO son las siguientes:

**Los LBO no están prohibidos per se en nuestra legislación**, pero deben estructurarse de forma que no atenten contra la integridad del capital social de la Sociedad Objetivo y, en consecuencia, se garantice debidamente la protección de los intereses de socios y terceros acreedores, para poder hablar de un negocio completamente válido y eficaz. Así, podría admitirse la compra apalancada en dos situaciones:

- Posibilidad de devolver la deuda contraída a través de la distribución de dividendos con cargo a recursos libres, y garantizar la operación con las acciones/participaciones de la Sociedad Objetivo.
- Articular la compraventa como una compra de activos en lugar de acciones.

Las fórmulas más conservadoras (estructuración de la operación como una compraventa de activos en lugar de como una compraventa de acciones; amortización de la financiación externa vía dividendos recibidos de la Sociedad Objetivo, etc.) pueden no ser las estructuras más eficaces desde una perspectiva empresarial, societaria o, sobre todo, fiscal.

La **optimización fiscal de los LBO** puede requerir estructuras que permitan que sea la Sociedad Objetivo la destinataria de la financiación externa (y, por consiguiente, la beneficiaria del gasto deducible derivado del pago de los intereses de la financiación).

**Otras fórmulas**, como por ejemplo la fusión entre la sociedad adquirente y la Sociedad Objetivo, pueden ser viables si se estructuran debidamente, ya que la legislación aplicable prevé los cauces legales oportunos para proteger todos los intereses en juego (socios, acreedores y trabajadores).

En conclusión, los LBO son perfectamente viables, si bien es importante tener muy en cuenta, cuando se estructura la operación, la prohi-



bición de asistencia financiera prevista en la legislación española, ya que su incumplimiento podría ocasionar, de conformidad con el artículo 6.3 del Código Civil, la nulidad radical del negocio afectado por la prohibición así como, de conformidad con los artículos 89 y 82 de la LSA y de la LSRL respectivamente, la imposición de sanciones a los administradores, directivos o apoderados de la Sociedad Objetivo que hayan participado, cooperado o inducido a la comisión de la infracción.

No obstante, en la práctica actual se suele construir una operación que aparentemente puede salvar la prohibición de asistencia financiera, al menos en lo que a la letra de la ley se refiere, siendo cuestionable el respeto por el espíritu de la norma. Esta operación se conoce con el nombre de LBO “forward merger”.

## 2. BO Forward Merger

Una operación LBO Forward Merger consiste en la creación de una sociedad, denominada en el argot financiero “New Company” o “New-Co”, participada por los inversores que pretenden hacerse con el control de la Sociedad Objetivo o Sociedad Target. Esta nueva sociedad adquirirá las acciones o participaciones de la Sociedad Objetivo mediante la financiación de los propios inversores, así como también mediante financiación externa, principalmente bancaria, bien a través de un préstamo con vencimiento a corto plazo, o bien con una póliza de crédito. Esta financiación se garantizará con la pignoración de las acciones recién adquiridas de la Sociedad Objetivo, salvo que la entidad financiera solicite reforzar dicha garantía con el aporte de las acciones o participaciones de la NewCo u otras garantías adicionales que considere oportunas. Tal y como se desprende de lo anterior, la adquisición no se ha realizado con fondos provenientes de la sociedad objeto de compra, sino de una nueva sociedad a la cual una entidad financiera le ha otorgado crédito suficiente para financiar unas acciones que acaba de adquirir y que sirven de garantía en la operación. Una vez realizada la operación comentada, se procede a la absorción de la Sociedad Objetivo por parte de la NewCo, quedando los patrimonios de ambas sociedades integrados y, por tanto, la devolución de la deuda adquirida por la NewCo tendría ahora posibilidades de ser amortizada.

La mayor parte de la doctrina, defiende la idea de que en el LBO Forward Merger no hay asistencia financiera por parte de la Sociedad Objetivo en favor de la NewCo en la adquisición de las acciones de la primera. La principal justificación que lleva a la defensa de la legalidad plena

de esta operación 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, los cuales pueden oponerse a la fusión hasta que sus créditos se hallen debidamente garantizados; así como tampoco se perjudica los intereses de los socios minoritarios de la sociedad al aumentar su porcentaje de participación y recibir un número de acciones proporcional a sus respectivas participaciones.

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 (o art. 40.5 LSRL).

Analizados los diferentes enfoques que sobre la validez de la operación de LBO Forward Merger se establecen por la doctrina, considero más adecuada aquella postura de carácter más flexible, en la que a priori, la operación no incurre en vulneración de la prohibición de asistencia financiera. El LBO Forward Merger, no afecta en principio a la integridad del capital social de la Sociedad Objetivo, puesto que es la NewCo la titular del préstamo solicitado a la Entidad Financiera y es con la cuantía del mismo con la que satisface el precio total de la sociedad adquirida. Así, no existe asistencia financiera directa por parte de la sociedad adquirida, y en consecuencia, no se infringe en *strictu sensu* la prohibición contenida en el art. 81.1 LSA. No obstante, la legalidad de esta operación es muy discutida. Todo el procedimiento descrito se realiza para que la propia sociedad adquirida sea la que se encargue de devolver el crédito solicitado para la compra de sus acciones en función de su capacidad para generar fondos. Como consecuencia de ello, se deberá analizar detenidamente en cada caso concreto la existencia o no de vulneración de los intereses de socios minoritarios y acreedores de la sociedad objeto de compra, lo que supondría fraude de ley.

## VII. PROYECTO DE LEY SOBRE MODIFICACIONES ESTRUCTURALES DE LAS SOCIEDADES MERCANTILES

El 30 de mayo de 2008 se publica en el Diario Oficial de las Cortes Generales (Congreso de los Diputados) el **Proyecto de Ley de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles**, aprobado por el Gobierno, y actualmente en fase de enmiendas (en lo que sigue, “Proyecto de Ley”). El Proyecto de Ley, que constituye uno de los proyectos normativos más importantes de la presente legislatura por su incidencia en el mundo empresarial, incorpora el contenido de dos Directivas comunitarias referentes a las fusiones transfronterizas de las sociedades de capital y constitución, mantenimiento y modificaciones de capital de la sociedad anónima, respectivamente. Permitirá alteraciones sustanciales en aspectos como la transformación, fusión, escisión, cesión global de activo y pasivo, así como traslado internacional del domicilio social.

El Proyecto de Ley se centra en la unificación y, a su vez, ampliación del régimen jurídico de las denominadas “**modificaciones estructurales**”, entendidas como aquellas alteraciones de la sociedad que van más allá de las simples modificaciones estatutarias para afectar a la estructura patrimonial o personal de la sociedad, y que, por tanto, incluyen la transformación, la fusión, la escisión y la cesión global de activo y pasivo y, en sentido amplio, el traslado internacional del domicilio social. La unificación es específica de la normativa sobre transformación de sociedades mercantiles, cuyo régimen, dividido hasta ahora entre la Ley de Sociedades Anónimas y la más moderna Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada, se actualiza, a la vez que se dilata el perímetro de las transformaciones posibles.

En lo que a la materia de adquisiciones de empresas y la prohibición de asistencia financiera concierne, además de la incorporación de la Directiva sobre fusiones transfronterizas de las sociedades de capital, el presente Proyecto de Ley incorpora la Directiva 2006/68/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de septiembre de 2006, que tal y como se ha expuesto anteriormente, viene a modificar la Directiva 77/91/CEE del Consejo en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital. Así, en las disposiciones finales del Proyecto de Ley se da una nueva redacción a algunos artículos de las Leyes de sociedades de capital y se añaden otros nuevos para adecuar la legislación española a esos postulados de mayor flexibilidad que han servido de fundamento a la ampliamente discutida

modificación de la Segunda Directiva. Tal y como expone expresamente la Exposición de motivos del Proyecto de Ley,

*“ciertamente, la Directiva 2006/68/CE es una Directiva de transición a la espera de que fructifiquen alternativas al sistema de tutela tradicional de los acreedores sociales y de los propios accionistas, que gira en torno al capital social, y se introduzcan instrumentos técnicos eficaces que reduzcan las «cargas administrativas» que son connaturales a ese vigente sistema de tutela; y, al mismo tiempo, es una Directiva de transacción entre los defensores de los principios que inspiraron la Segunda Directiva y quienes propugnan una completa sustitución.”*

Específicamente en lo que al art. 81 de la LSA respecta, el Proyecto de Ley, en la Disposición Final Primera, apartado Trece, se desarrolla un nuevo apartado “bis”, en los términos que se exponen a continuación:

*“Artículo 81 bis. Asistencia financiera a favor de personas vinculadas. 1. En los casos en que un administrador de la sociedad o de la sociedad dominante, o la propia sociedad dominante, sean parte de una operación de asistencia financiera, la operación se realizará en las mejores condiciones posibles para el interés de la sociedad. 2. Las partes implicadas, tanto si actúan directamente como si lo hacen a través de persona interpuesta, se abstendrán de participar en la deliberación y votación en los órganos de administración y en la junta general de la sociedad que proporciona la asistencia financiera.”*

El nuevo apartado complementa la operación desde un punto de vista más bien administrativo y de gestión. Son más significativos los cambios con relación al supuesto de cesión global de activo y pasivo. En estos casos se establece un régimen propio hoy inexistente, al limitarse al ámbito propio de la liquidación. Se permite que una sociedad pueda transmitir en bloque todo su patrimonio a otras por sucesión universal, a cambio de una contraprestación, que no podrá consistir en acciones, participaciones o cuotas del cesionario. Por otra parte, la tutela del socio se conseguirá mediante la información que se facilita en el proyecto de cesión global y a través del sometimiento a algunos requisitos establecidos. La tutela de los acreedores se articula a través del derecho de oposición y de la responsabilidad solidaria del cesionario.

En todo caso, llama la atención que en el Anteproyecto, si figuraba un nuevo artículo 81 que permitía la flexibilización de la prohibición de la asistencia financiera siempre y cuando se cumplieran determinados

requisitos, en la línea de la Directiva 2006/68 y el derecho inglés que se expuso previamente.

Especial mención a los efectos que provoca la futura normativa respecto a la figura del LBO Forward Merger, establecidos en el art. 33 del presente Proyecto de Ley, en el cual se regula la fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente. En este caso se hace referencia al supuesto de fusión entre dos o más sociedades cuando una de ellas (la NewCo) se hubiera endeudado (con una Entidad Financiera) en los tres años inmediatamente anteriores para adquirir el control de la otra que hubiera participado en la fusión (Sociedad Objetivo). Para estos casos, serán de aplicación las siguientes reglas:

- 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.
- 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 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.
- 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.

Adicionalmente a lo anterior, sería conveniente tener presente para la operación de LBO Forward Merger otros preceptos del Proyecto de Ley una vez se apruebe definitivamente y se convierta en Ley: art. 47 (absorción de sociedad íntegramente participada); art. 48 (absorción de sociedad participada al 90%); art. 49 (Junta de socios de la absorbida); así como toda la normativa relativa al Título II del Proyecto de Ley (Fusiones).

## VIII. CONCLUSIONES

Una vez analizada la norma prohibitiva de la asistencia financiera contenida en el art. 81 de la LSA, art. 40 LSRL para el supuesto de sociedades de responsabilidad limitada, y visto el escaso desarrollo y delimitación específica de la extensión en su aplicación, *¿realmente está justificada su existencia?*

Desde el cauce de la protección de intereses tales como la integridad del capital social y la garantía del fin social, la protección de los acreedores y terceros que pudieran ver perjudicados sus créditos por la operación, así como evitar que los administradores ejerzan efectiva influencia en el organigrama de poder y control de las sociedades, se constituyen razones suficientes para defender la existencia de una limitación en la financiación de operaciones de la índole comentada. Sin embargo, *¿no es una solución muy drástica?*

Es necesaria la protección rigurosa de los intereses implicados en el negocio de adquisición de sociedades, sin embargo, para una correcta y adecuada cobertura ha de promoverse una regulación precisa en aras de salvaguardar la integridad del capital social, tanto en su faceta interna como externa. Por ello, sería necesario el desarrollo de normativa que delimite qué negocios están sometidos a la prohibición, que se defina el contenido de conceptos relevantes, y finalmente, crear una base legislativa que evite inseguridad jurídica en la materia. Y es ahí, donde la Directiva 2006/68/CE y el Proyecto de Ley de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles entran a reglamentar y flexibilizar el contenido de la prohibición.

Al hablar de asistencia financiera, se incluían tres conductas fundamentales: anticipar fondos, concesión de préstamos y otorgar garantías. No obstante, dentro del concepto de la prohibición no se pueden incluir todos los negocios jurídicos que tengan el resultado de proporcionar fondos al tercero, de hecho, si el negocio tiene causa lícita, o viene justificado por el tráfico ordinario de los negocios de la sociedad, el negocio ha de entenderse plenamente válido, y sus efectos tendrán base en la legalidad.

Así, la asistencia financiera no debe identificarse con un resultado sino con una determinada causa del negocio entre la sociedad y el tercero, precisamente por una causa de favor. Esto es, a los efectos de la prohibición lo relevante no es el resultado obtenido sino la causa que ha propiciado llegar a tal fin, y esta causa está relacionada con el hecho de favorecer una adquisición de acciones, en perjuicio directo de los intereses de los acreedores, accionistas y en definitiva, del capital social de la sociedad apalancada objeto de compra. Como consecuencia de ello, las operaciones LBO no son por sí mismas actuaciones afectadas por la prohibición. A pesar de la discusión que suscita la cuestión, al filo de lo comentado parece más acertada aquella postura de carácter fundamentalmente casuística que versa la legalidad y validez del LBO en función del supuesto concreto, de manera individualizada, para determinar si la operación constituye asistencia financiera o responde a otros o fines como pueden

ser una fusión, escisión, una reestructuración empresarial, o simplemente una transacción originada por el tráfico ordinario de la sociedad.

Si, por el contrario, el negocio de financiación o garantía tiene como finalidad esencial el trato de favor de la Sociedad Objetivo al comprador, con una evidente intencionalidad de las partes en la efectividad de tal operación, se estará ante un negocio de asistencia financiera, y por lo tanto, ante un negocio nulo en virtud del art. 6.3 del CC por ser contrario a la disposición legal contenida en el art. 81 LSA, sin perjuicio, de la responsabilidad y sanción administrativa que corresponda a los administradores, directivos o apoderados de la sociedad infractora que hayan inducido, cooperado o participado en la comisión de la infracción de incumplimiento de la prohibición de asistencia financiera. La nulidad de pleno derecho del negocio implica la carencia de efectos “ab initio” del acto. A pesar de lo anterior, la solución no resulta tan sencilla para el negocio de la adquisición de las acciones pues el ordenamiento jurídico español no resuelve de forma clara las consecuencias que se producen sobre un negocio cuando éste se halla vinculado a otro negocio jurídico nulo. Personalmente, considero que no puede existir un contagio de la nulidad del negocio de asistencia financiera sobre el negocio de adquisición de las acciones por el tercero asistido al efecto. No obstante, la Jurisprudencia deberá valorar caso por caso si ha existido mala fe por parte del vendedor de las acciones y si esta conducta perjudica a los intereses de terceros de buena fe. En caso de ser afirmativo, la adquisición de las acciones podrá anularse.

En cualquier caso, no debe olvidarse dos supuestos excepcionales en los que el legislador ha considerado que la prohibición de asistencia financiera cede respecto a otros intereses, esto es:

- Para el personal empleado, donde la justificación es clara y derivada del deber imperativo impuesto a los poderes públicos consagrado en el art. 129.2 CE, focalizándose en el fomento de las diversas formas de participación en la empresa, es decir, la integración de los trabajadores en el capital productivo. Pero, *¿qué ha de entenderse por empleado?* La doctrina mayoritaria ha considerado beneficiario de la excepción a aquellos sujetos englobados dentro de la definición de trabajador que se realiza en el art. 1 del Estatuto de los Trabajadores, dejando al margen a miembros del órgano de Administración y ex empleados.

Ahora bien, y según un amplio sector doctrinal, puede entenderse que no se ha creado por parte del legislador español una

base sólida que facilite la participación de los trabajadores en la empresa, así como tampoco se han elaborado criterios específicos de distribución financiera entre los trabajadores creando cierta inseguridad jurídica en cuanto a la aplicación de las normas y principios del Derecho Laboral.

- Para las operaciones efectuadas por bancos y otras entidades de crédito en las operaciones ordinarias propias de su objeto social, pues en caso contrario supondría una limitación injustificada de su objeto social.

Llama la atención, que las anteriores excepciones no han sido contempladas expresamente para el supuesto de las sociedades limitadas, pudiendo entender la prohibición de asistencia financiera como absoluta (art. 40.5 LSRL).

A modo de conclusión final, tras analizar pormenorizadamente la materia objeto de este estudio, observar la evolución legislativa, y leer cuantiosa opinión doctrinal, se prevén, y se esperan, expectativas de cambio relevante en la regulación actual de la asistencia financiera en la adquisición de acciones propias o de acciones de la sociedad dominante, con clara tendencia a la flexibilización de los requerimientos a medio o largo plazo, medida que será adecuada, siempre y cuando exista una completa adecuación al momento actual, y donde se aseguren medidas de protección efectivas para la defensa de intereses dispares.

#### BIBLIOGRAFÍA

- ARROYO, Ignacio; EMBID; José Miguel (1997): *Comentarios a la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada*. Editorial Tecnos.
- ARROYO, Ignacio; EMBID; José Miguel (2001): *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*. Editorial Tecnos.
- BALLARÍN, Eduard; CANALS, Jordi; FERNÁNDEZ, Pablo: *Fusiones y Adquisiciones de Empresas*. Editorial Alianza.
- BAÑULS GÓMEZ, Francisco Alexis (2006): “La adquisición derivativa de las acciones propias”. *Revista de Derecho Patrimonial*, 18. Editorial Thompson Aranzadi.
- BAYONA GIMÉNEZ, Ricardo (2002): *La prohibición de Asistencia Financiera para la Adquisición de Acciones Propias*. Editorial Aranzadi.
- CHULIÁ, Francisco Vicent (2007): *Introducción al Derecho Mercantil*. Edición 20ª. Tirant lo Blanch.



- DÍAZ-ARIAS, José Manuel (2007): *Ley comentada de Sociedad Anónima. Concordancia, Jurisprudencia, consultas tributarias y Doctrina*. Editorial Deusto Jurídico.
- DIVAS, Javier; GADEA, Enrique; GONZALEZ, Emilio (2000): *Manual de Sociedades Anónimas* (Iusfinder Abogados). Editorial Dykinson, S.L.
- GARRIGUES (2007): “Directiva 2006/68/CE sobre la constitución de la sociedad Anónima, mantenimiento y modificaciones de su capital”. *Revista Asocia*, 22, págs. 6 a 8.
- GÓMEZ PULIDO, Juan (2005): “Asistencia Financiera para la Adquisición de acciones propias. Los procedimientos de Buy-Out (Adquisición apalancada)”. *Bufete Barrilero y Asociados. Revista Jurídica*, 3, págs. 17-20.
- JIMÉNEZ SÁNCHEZ, Guillermo (2007): *Derecho Mercantil*. 11º Edición. Editorial Tirant Lo Blanch.
- LLEVAT FELIUS, Alex (2002): “La compra “apalancada” de compañías”. *Revista Derecho y Sociedad*, 12.
- MASCAREÑAS, Juan (2005): *Fusiones y Adquisiciones de Empresas*. 4ª Edición. Editorial McGrawHill.
- MIRA VALLET, Jorge (2002): “Asistencia Financiera a terceros y Autocartera”. *Revista Derecho y empresa*, 4, págs. 8-10.
- ORTEGA VERDUGO, Francisco Javier; ESPEJO-SAAVEDRA EZQUERRA, José Luis (2006): “Claves sobre la compra apalancada y prohibición de la asistencia financiera”. *Revista Estrategia Financiera*, 232, págs. 20-2.
- SÁNCHEZ, José. A. (2007): “¿Mayor Seguridad jurídica en operaciones apalancadas?”. *Revista VLEX*, 49.
- SIMÓN, Santiago; VILLA, Ignacio; BIEGER, Pablo: *Cómo tratar con el Capital Riesgo*.
- STANCIL, J. (1988): *Adquisiciones apalancadas de pequeñas empresas*. Harvard Deusto Business Review.
- URÍA, Rodrigo (2002): *Derecho Mercantil*. 28º Edición. Editorial Marcial Pons.