



Universidad Internacional de La Rioja
Máster en el ejercicio de la abogacía

La Ley 3/2009, de modificaciones estructurales y las fusiones apalancadas.

Trabajo fin de máster presentado por: América Pastor Catalán
Titulación: Máster en el Ejercicio Profesional de la Abogacía
Área jurídica: Derecho Mercantil
Director: Sergio González García

Madrid
16 de diciembre de 2016
Firmado por: América Pastor Catalán

ÍNDICE

ABREVIATURAS.....	3
INTRODUCCIÓN.....	5
I. LAS MODIFICACIONES ESTRUCTURALES EN EL DERECHO ESPAÑOL.....	7
1. Situación de las modificaciones estructurales en España durante la crisis	7
2. Breve análisis de la Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (LME).....	8
3. Clases de modificaciones estructurales.....	10
4. Objeto de estudio: las fusiones apalancadas en el Derecho español....	13
II. LAS FUSIONES APALANCADAS.....	14
1. Definición y acercamiento a la figura de las fusiones apalancadas.....	14
2. Tipos de fusiones apalancadas.....	19
3. Regulación de las fusiones apalancadas: el artículo 35 de la LME.....	21
3.1. Antecedentes.....	21
3.2. Análisis	25
3.3. Aspectos controvertidos.....	31
4. La polémica de la asistencia financiera en las fusiones apalancadas...35	
5. Breve referencia a la neutralidad fiscal en las fusiones apalancadas...42	
CONCLUSIONES	46
BIBLIOGRAFÍA	48

ABREVIATURAS

LME → Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.

LSC → Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

LC → Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.

LIS → Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades.

Resumen

Las fusiones apalancadas han generado desde su origen innumerables opiniones, interpretaciones, debates en cuanto a su licitud y, en la práctica, han desembocado en numerosas sociedades concursadas. Con la entrada en vigor de la LME en el 2009, el legislador trató de solventar las dudas y efectos negativos que las fusiones apalancadas podían ocasionar, así como de dotar a nuestro ordenamiento de una mayor seguridad jurídica, regulando por primera vez en nuestro país, estas operaciones. No obstante, y si bien es cierto que la LME ha conseguido despejar las principales incógnitas que surgían en relación a las fusiones apalancadas, se han suscitado nuevos debates en torno a las mismas y en torno al artículo 35 de la LME, no habiendo, en consecuencia, dotado a las fusiones apalancadas de la seguridad jurídica que requieren para operar con normalidad en el ordenamiento jurídico.

Palabras clave: fusiones apalancadas, compras apalancadas, asistencia financiera.

Abstract

Merger leveraged buy outs (MLBOs) have produced countless opinions, interpretations, debates regarding their lawfulness and, in practice, have led to numerous insolvent companies. With the entry into force of the LME in 2009, the legislator tried to solve the doubts and negative effects that the MLBOs could cause, as well as to provide our system with a greater legal certainty, regulating for the first time in our country, these transactions. However, while it is true that the LME has managed to solve the main doubts about MLBOs, new discussions have aroused around them and around article 35 of the LME, which, in consequence, means that MLBOs have not been provided with the legal certainty that they require to operate normally within the legal system.

Key words: merger leveraged buy outs, leveraged buy outs, financial assistance.

INTRODUCCIÓN

Una figura muy recurrente en el tráfico mercantil español es la de las fusiones apalancadas. Estas operaciones, no obstante, no gozan de la seguridad jurídica que sería deseable, y ello a pesar de su incorporación en nuestro ordenamiento jurídico en 2009 mediante el artículo 35 de la LME.

A lo largo del presente trabajo se van a tratar de abordar las principales características de las fusiones apalancadas, así como las principales controversias que éstas figuras han suscitado, que son muchas más que las que una operación de esta envergadura debería generar. Es por ello, que estas operaciones han sido desde su surgimiento, y siguen siendo hoy en día, fuente de numerosos debates y diversas interpretaciones, las cuales trataremos de presentar a lo largo de este trabajo. Vamos, por tanto, a distinguir aquellas cuestiones que han quedado aclaradas tras la introducción del artículo 35 de la LME, de aquellas que, por el contrario, pueden dar lugar en la actualidad a diferentes interpretaciones o conclusiones.

Cabe puntualizar, que no vamos a analizar en el presente trabajo, por entender que carece de un interés real y pragmático para el mismo, la evolución histórica de las fusiones apalancadas desde su surgimiento en Gran Bretaña en el siglo XX. No vamos, de la misma manera, a hacer un análisis comparado con los países de nuestro entorno.

El objetivo del trabajo es, pues, acercarnos y comprender la figura de las fusiones apalancadas en el ordenamiento jurídico español y su situación en la actualidad, así como abordar las controversias y la problemática que las ha rodeado siempre. A este respecto, haremos especial incidencia sobre la prohibición de asistencia financiera y cómo ésta ha afectado – y afecta – a las fusiones apalancadas.

Por último, vamos a tratar de dar una visión personal acerca de esas controversias, estableciendo cuál es, a nuestro parecer, la mejor interpretación, en cada caso, para examinar la validez de las fusiones apalancadas.

I. LAS MODIFICACIONES ESTRUCTURALES EN EL DERECHO ESPAÑOL

1. Situación de las modificaciones estructurales en España durante la crisis

Los mercados, cada vez más dinámicos, cambiantes y exigentes, en constante movimiento, obligan, por un lado, a que las empresas, en muchas ocasiones, deban saber adaptarse a estos cambios constantes para poder sobrevivir; y por otro al legislador, a prever y adaptarse a esos cambios de tal manera que no se creen situaciones de inseguridad jurídica. Es en este contexto, y al amparo de la Ley 3/2009, de 3 de abril, de Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (en adelante, “LME”), que nuestro país ha vivido un importante auge de las fusiones apalancadas o *merger leveraged buy outs* (en adelante, “MLBOs” o “fusiones apalancadas”) en los últimos años, pese a la prohibición legal de asistencia financiera, que trataremos con más detalle posteriormente. Así, como ha puesto de manifiesto la doctrina, “la existencia de una normativa favorecedora de este tipo de operaciones (tanto en el plano fiscal como en el jurídico-sustantivo) se ha considerado algo necesario para facilitar los procesos de concentración empresarial, que, a su vez, se juzgaban ineludibles para que una economía nacional pudiera enfrentarse en condiciones de competitividad al reto que suponía un mercado de dimensiones primero europeas y ahora ya mundiales. Pero no se trata sólo de la necesidad coyuntural o episódica de redimensionar el tamaño de las empresas en un momento de apertura a nuevos mercados, sino de la necesidad constante de ir realizando ajustes y más reajustes de las estructuras empresariales en atención a las circunstancias siempre cambiantes de una economía dinámica y en permanente evolución”¹.

Este aumento significativo de las MLBOs contrasta con la situación generalizada de las modificaciones estructurales, que se han visto mermadas desde que allá en 2008 estallase la famosa burbuja inmobiliaria y comenzara la profunda crisis que se viene viviendo en España desde entonces; contraste que, implica *per se*, una falla en el sistema concursal y de modificaciones estructurales previsto, ya que, estas últimas deberían ser un recurso muy utilizado al que las empresas

¹ GONZÁLEZ-MENESES, M.; ÁLVAREZ, S. 2014. *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*. 2ª ed. Madrid: Dykinson, pág. 16.

podiesen optar en aras de resolver situaciones de dificultades económicas, y, en todo caso, con el fin máximo de evitar la liquidación de la quiebra o el concurso de acreedores. Así pues, en principio, las transformaciones, fusiones, escisiones y cesiones globales de activo y pasivo podrían permitir “la continuidad en las obligaciones y relaciones jurídicas con terceros, con la correlativa conservación del crédito de la sociedad y el funcionamiento de la sociedad, bajo el principio de identidad (transformación) o de sucesión universal (fusión, escisión, segregación y cesión global de activo y de pasivo)”². No debemos olvidar, pues, que la propia Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal (en adelante, “LC”) visa, según se define en su propio preámbulo, por la continuidad de la sociedad en concurso.

No obstante lo anterior, pese a los numerosos concursos que se han declarado como consecuencia de la crisis, y pese a que la propia LC, prevé en su artículo 100.3 la posibilidad para la persona jurídica concursada de llevar a cabo una fusión, escisión o cesión global de activo y pasivo, muy pocas han optado por la opción de la modificación estructural societaria, dada la enorme complejidad de la operación, manifestándose, pues, la ausencia de coordinación normativa existente entre la mencionada LC y la LME³.

2. Breve análisis de la Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (LME)

Tal y como se dispone en su propio preámbulo, la LME regula las alteraciones de sociedades mercantiles “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 de pasivo”. Se regula, asimismo, el traslado internacional del domicilio social, necesario en aras de homogeneizar los distintos y diversos regímenes normativos europeos. No afecta, sin embargo, a las sociedades cooperativas,

² VILATA MENADAS, S. Operaciones de reestructuración societaria ante la crisis empresarial. Las modificaciones estructurales. En: MUÑOZ PAREDES (ed.) y PRENDES CARRIL (ed.) Tratado Judicial de la Insolvencia, [en línea]. Editorial Aranzadi, S.A.U., vol. I, pág. 4. Disponible en: BIB 2012\22143.

³ LEÓN SANZ, F.J. 2013. La reestructuración empresarial como solución de la insolvencia. Anuario de Derecho Concursal, [en línea], núm. 30/2013, págs. 75. [Consulta: 21 de octubre de 2016]. ISSN: 1698-997X. Disponible en BIB 2013\1716.

excluidas expresamente de la LME en su artículo 2 y que se regirán por su normativa propia.

La LME se concibió con la finalidad de transponer la normativa europea (en especial, la Directiva 2005/56/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre de 2005, relativa a las fusiones transfronterizas de las sociedades de capital, la Directiva 2007/63/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de noviembre de 2007, por la que se modifican las Directivas 78/855/CEE y 82/891/CEE del Consejo, por lo que respecta al requisito de presentación de un informe de un perito independiente en caso de fusión o escisión de sociedades anónima y la Directiva 2006/68/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de septiembre de 2006, por la que se modifica la Directiva 77/91/CEE del Consejo, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital), así como con el fin de aunar en una sola norma el régimen de modificaciones estructurales de las sociedad mercantiles, si bien, con poco acierto en bastantes cuestiones.

Así pues, con anterioridad a la entrada en vigor de la LME, las modificaciones estructurales societarias se regían en función del tipo de sociedad involucrada. En este sentido, las ya derogadas, Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada y Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, cuyas vigencias finalizaron con fecha 1 de septiembre de 2010, regulaban las modificaciones estructurales que afectasen a sociedades limitadas y sociedades anónimas, respectivamente. Por tanto, la LME ha pretendido acabar con esta dispersión, estableciendo una regulación unificada, ordenada y completa de todas estas operaciones, aplicable a todos los tipos societarios mercantiles, incluyendo, asimismo a las sociedades colectivas y a las sociedades comanditarias, cuya regulación en el Código Comercio no contemplaba las modificaciones estructurales, exceptuando, sin embargo, tal y como indicado anteriormente, las sociedades cooperativas⁴.

⁴ GONZÁLEZ-MENESES, M.; ÁLVAREZ, S. 2014. *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*. 2ª ed. Madrid: Dykinson, pág. 22.

En respuesta a las críticas a la LME, y con el fin de subsanar todas aquellas deficiencias detectadas por abogados, juristas y profesionales del Derecho Mercantil, tuvieron lugar un total de seis reformas posteriores, la última de ellas con fecha de 2 de octubre de 2014, en las que el legislador ha tratado de aprovechar los cambios para facilitar la actividad empresarial en plena época de crisis y de permanente evolución. No obstante, dichas modificaciones no han conseguido crear la seguridad jurídica que una norma de este calibre requiere, y han sido, asimismo, objeto de numerosas críticas, tales como la de ser una norma demasiado opaca y genérica así como de haber simplificado los procedimientos en exceso⁵.

En este sentido, desde su publicación, la LME ha generado, tal y como indicado en el párrafo anterior, una oleada de críticas por parte de los juristas y profesionales del Derecho Mercantil, así como de discrepancias doctrinales, llegando incluso a ser catalogada como una norma técnicamente fallida dadas sus incoherencias y debilidades técnicas, lo que ha provocado una elevada inseguridad jurídica en el área de las modificaciones estructurales societarias⁶.

3. Clases de modificaciones estructurales

Vamos, a continuación, a definir brevemente las modificaciones estructurales previstas por la LME.

En primer lugar, y a diferencia del silencio a este respecto en la legislación anterior⁷, las transformaciones consisten en la adopción de una sociedad de un tipo social distinto, pero conservando su personalidad jurídica.

Por otro lado, en virtud de la fusión, dos o más sociedades mercantiles inscritas se integran en una única sociedad mediante la transmisión en bloque de sus patrimonios y la atribución a los socios de las sociedades que se extinguen de

⁵ GONZÁLEZ-MENESES, M.; ÁLVAREZ, S. 2014. *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*. 2ª ed. Madrid: Dykinson, págs. 49-52.

⁶ VIVES RUIZ, F.; TAPIAS MONNÉ, A. 2013. La Ley de Modificaciones Estructurales. Una norma técnicamente fallida. *InDret: Revista para el Análisis del Derecho*, [en línea], núm. 4/2013, págs. 1-49. [Consulta: 1 de octubre de 2016]. ISSN-e 1698-739X. Disponible en <http://www.indret.com/es/index.php>

⁷ GONZÁLEZ-MENESES, M.; ÁLVAREZ, S. 2014. *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*. 2ª ed. Madrid: Dykinson, pág. 53.

acciones, participaciones o cuotas de la sociedad resultante, que, dependiendo de la clase de fusión, puede ser de nueva creación o una de las sociedades que se fusionan. Así pues, nos encontramos con dos tipos de fusiones, las propias y las impropias; las primeras son aquellas mediante las cuales se extinguen las sociedades fusionadas y se transmiten sus patrimonios en bloque a una sociedad de nueva creación; las segundas, asimismo conocidas como fusión por absorción, son aquellas mediante las cuales una de las sociedades absorbe a la otra u otras sociedades intervinientes en la fusión, adquiriendo, por tanto, la sociedad absorbente, que no se extingue, por sucesión universal los patrimonios de las sociedades absorbidas. Esta última, esto es, la fusión impropia, es relativamente más sencilla y por tanto más recurrida en la práctica⁸.

Las escisiones, por su lado, son divisiones, totales o parciales, del patrimonio de una sociedad, que se transmiten a otra sociedad por sucesión universal. Por tanto, se entiende por escisión “el proceso contrario a la fusión, es decir el encaminado a repartir el patrimonio de los socios de una entidad entre otras varias menores, cuyas acciones se entregan a los socios de la primera, igualmente en proporción a los valores de todas ellas y a las participaciones individuales”⁹. La gran novedad que arroja la LME sobre las escisiones es que incluye la segregación como una modalidad de las mismas. Así pues, la LME distingue tres tipos de escisiones:

- (i) La escisión total, que implica la extinción de una sociedad, con división de todo su patrimonio en dos o más partes, cada una de las cuales se transmite en bloque por sucesión universal a una sociedad de nueva creación o es absorbida por una sociedad ya existente, recibiendo a cambio los socios la parte proporcional a su participación en la sociedad que se escinde, en acciones, participaciones o cuotas de la sociedad o sociedades beneficiarias.
- (ii) La escisión parcial, que supone el traspaso en bloque por sucesión universal de una o varias partes del patrimonio de una sociedad, cada una de las cuales forme una unidad económica, a una o varias sociedades de nueva

⁸ Modificaciones estructurales de las sociedades: Fusión. Documento Aranzadi, [en línea], núm. 2016\1054, pág. 3. [Consulta: 2 de octubre de 2016]. Disponible en www.aranzadidigital.es

⁹ Modificaciones estructurales de las sociedades: Escisión. Documento Aranzadi, [en línea], núm. 2016\1055, pág. 1. [Consulta: 2 de octubre de 2016]. Disponible en www.aranzadidigital.es

creación o ya existentes, recibiendo los socios de la sociedad que se escinde un número de acciones, participaciones o cuotas sociales de las sociedades beneficiarias de la escisión proporcional a su respectiva participación en la sociedad que se escinde y reduciendo ésta el capital social en la cuantía necesaria.

- (iii) La segregación, consistente en el traspaso en bloque por sucesión universal de una o varias partes del patrimonio de una sociedad, cada una de las cuales forme una unidad económica, a una o varias sociedades, recibiendo a cambio la sociedad segregada acciones, participaciones o cuotas de las sociedades beneficiarias. Se trata de una catalogación impropia dentro de las escisiones, ya que con la segregación no se produce canje de acciones a los socios, sino que es la sociedad segregada la que percibe la contraprestación¹⁰.

Por otra parte, la cesión global de activo y pasivo consiste, en la transmisión en bloque de todo su patrimonio por sucesión universal, a uno o a varios socios o terceros, a cambio de una contraprestación que no podrá consistir en acciones, participaciones o cuotas de socio del cesionario. No existe pues, en la cesión global de activo y de pasivo, canje de acciones. La sociedad cedente quedará extinguida si la contraprestación fuese recibida total y directamente por los socios.

Por último, en relación al traslado internacional del domicilio social, la LME dispone que el mismo se regirá por lo dispuesto en dicho cuerpo legal, así como en los Tratados o Convenios Internacionales vigentes en España. Se distingue entre el régimen normativo de aquellas sociedades mercantiles constituidas conforme a la normativa española, que únicamente podrán trasladarse si el país de acogida de dicha sociedad permite el mantenimiento de su personalidad jurídica, y el caso contrario, esto es, el traslado al territorio español de una sociedad constituida en el extranjero. En este último caso, si la sociedad que se traslada fue constituida conforme a la ley de algún Estado del Espacio Económico Europeo, entonces el traslado no afectará a la personalidad jurídica de la sociedad. Si, por contra, el

¹⁰ Modificaciones estructurales de las sociedades: Escisión. Documento Aranzadi, [en línea], núm. 2016\1055, págs. 5-7. [Consulta: 2 de octubre de 2016]. Disponible en www.aranzadidigital.es

traslado se realiza desde un Estado fuera del Espacio Económico Europeo, la sociedad deberá justificar que su patrimonio neto cubre la cifra del capital social exigido por nuestra normativa, mediante informe de experto independiente.

En conclusión, tal y como puede observarse, algunas de las modificaciones previstas en la LME afectan principalmente a la estructura jurídica de la sociedad mercantil, como son la transformación y el traslado internacional de domicilio social, mientras que otras afectan principalmente a la estructura patrimonial, como es el caso de la cesión global de activos y pasivos. Por último, las modificaciones estructurales que tienen afectación tanto en el ámbito personal de la empresa como en el patrimonial son la fusión y la escisión.

4. Objeto de estudio: las fusiones apalancadas en el Derecho español

Una vez comprendida y contextualizada la LME, vamos a tratar, mediante el presente trabajo, de abordar la figura de las *Merger Leveraged Buy Outs* (MLBOs) o fusiones apalancadas, tratando a lo largo del mismo, algunas de las polémicas que rodean dicha figura, como es la de la asistencia financiera, así como el régimen normativo aplicable a las mismas.

No obstante, si bien se va a tratar de abordar el tema con la mayor exhaustividad posible, dada la extensión del presente trabajo va a ser imposible incidir o profundizar en muchos de los aspectos de las MLBOs, tal y como se ha introducido con anterioridad.

II. LAS FUSIONES APALANCADAS

1. Definición y acercamiento a la figura de las fusiones apalancadas

Una modalidad recurrida de compra de una sociedad es la adquisición o compraventa apalancada o *leveraged buy out* (LBO), que se caracteriza, principalmente, porque la compra se financia por un tercero, y porque la sociedad adquirida – denominada a estos efectos sociedad objetivo o *target* – es la que garantiza la deuda de la financiación frente al tercero. Esto es, el comprador de las acciones o participaciones de una sociedad recurre a la financiación para la consecución de la adquisición, sirviendo la propia sociedad *target* como garante, al comprometer a ésta última para la satisfacción o reintegro de la financiación¹¹.

Así pues, el comprador, mediante la adquisición, toma el control de una mayoría, o de la totalidad, del capital social de la sociedad objetivo o *target*, “mediante la utilización por el adquirente de fondos procedentes, en su mayor parte, de fuentes de financiación ajenas que serán amortizadas, total o parcialmente, con ingresos o flujos de la *target* obtenidos por la explotación del negocio de la *target*, bien con la garantía, o incluso con la enajenación de algunos de sus activos. Básicamente por ello puede afirmarse que las LBOs tienen como resultado que el adquirente traslade sobre el patrimonio de la *target* el coste de su adquisición”¹². En este sentido, es el flujo de caja generado por la sociedad *target* el que debe satisfacer la deuda, y, si éste no fuera suficiente, se recurriría a la liquidación de determinados activos (*asset stripping*) de la *target*, que, de ser necesario, podrían derivar en su total desmantelamiento¹³.

¹¹ GRIMA FERRADA, J. 2013. Seguridad jurídica, inversión y compraventa apalancada de empresas. Artículos de opinión: Cuatrecasas, Gonçalves Pereira, [en línea], núm. 022 marzo, [Consulta: 6 de diciembre de 2016]. Disponible en http://www.cuatrecasas.com/es/actualidad/0/seguridad_juridica_inversion_y_compraventa.html

¹² PALOMERO BENAZARREF, A.; SANZ BAYÓN, P. 2013. Alcance de la prohibición de la asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas. *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil*, [en línea], núm. 3/2013, pág. 69. [Consulta: 25 de octubre de 2016]. ISSN: 2174-1840. Disponible en BIB 2013\1033.

¹³ GIMENO RIBES, M. 2013. Fraude fiscal y fraude mercantil en el merger leveraged buy-out. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, [en línea], núm. 130/2013, págs. 4. [Consulta: 25 de octubre de 2016]. ISSN: 0211-6138. Disponible en BIB 2013\14445.

La sociedad adquiriente puede ser una sociedad ya existente (normalmente denominada como “sociedad vehículo” o “*holding company*”) o de nueva creación. Cabe puntualizar, que en la mayoría de ocasiones la compra la realiza una sociedad de nueva creación, también denominada *NewCo* (si bien a efectos del presente trabajo utilizaremos el término *NewCo*, cabe señalar que también se hace referencia a dicha figura con asiduidad como “*venture capital company*” o “*special purpose vehicle*” o “*spv*”), que es la que obtendrá, en consecuencia, la financiación para adquirir la *target*. La *NewCo*, por tanto, se crea como vehículo de captación de capitales y de gestión de la inversión, así como para ser el objeto del endeudamiento¹⁴. Así pues, generalmente, en una fusión apalancada la *NewCo* se fusionará posteriormente con la *target*, integrándose, en consecuencia, los patrimonios de ambas sociedades en el de la sociedad resultante.

Algunas de las principales ventajas que se desprenden de las operaciones de LBO, son, entre otras, la facilitación de reestructuración de empresas o la capacidad de hacerse con participaciones o acciones de una sociedad sin la necesidad de desembolsar una cantidad importante de ingresos; este tipo de operaciones pueden, asimismo, “evitar ineficiencias financieras permitiendo optimizar el flujo de tesorería global disponible o, uno de los aspectos más relevantes, conseguir una mayor cercanía por parte de las entidades financieras (presenten en la sociedad adquiriente o, en su caso, la *NewCo*) a la fuente principal de generación de caja (los activos de la *target*), reduciendo consecuentemente el riesgo asociado a los préstamos bancarios y posibilitando unas condiciones financieras más relajadas al obviarse problemas de hipotéticas ejecuciones de garantías”¹⁵.

No obstante lo anterior, salta a la vista que, a pesar de las numerosas ventajas que se desprenden de las compras apalancadas, la generalización de estas operaciones sin control o limitación alguna, podría generar un riesgo alto para la viabilidad de las sociedades objetivo o *target* así como un sobreendeudamiento, habiendo incluso, según parte de la doctrina, causado dicha falta de control y

¹⁴ DOCE, S.; NADAL, G. 2013. ¿Es viable la neutralidad fiscal en las fusiones apalancadas? Actualidad Jurídica Aranzadi, [en línea], núm. 865/2013, pág. 1. [Consulta: 1 de noviembre de 2016]. ISSN: 1132-0257. Disponible en BIB 2013\1394.

¹⁵ DOCE, S.; NADAL, G. 2013. ¿Es viable la neutralidad fiscal en las fusiones apalancadas? Actualidad Jurídica Aranzadi, [en línea], núm. 865/2013, pág. 1. [Consulta: 1 de noviembre de 2016]. ISSN: 1132-0257. Disponible en BIB 2013\1394.

regulación, en gran medida, los efectos devastadores de la crisis que seguimos viviendo en la actualidad¹⁶, dado, asimismo, su posible uso para especulación financiera o el desmantelamiento de la sociedad adquirida para satisfacer la deuda contraída, en realidad, por la adquirente. En este sentido, se ha podido comprobar en la práctica que es habitual que, las sociedades *target* o, en caso de fusión apalancada, las sociedades resultantes de dicha fusión como veremos a continuación, se declaren en concurso de acreedores.

En este sentido, parece claro que una de las peculiaridades de las LBOs es que la financiación ajena a la que hemos hecho referencia, será amortizada a través de los dividendos o flujos de caja de la *target*, incluso mediante la enajenación de sus activos. Ello permite, pues, la adquisición de una sociedad invirtiendo una cuantía mínima, e implica que la entidad que financie la operación no se base tan solo en la solvencia económica y en los activos de la sociedad adquirente, que normalmente será una *NewCo*, sino que prevalecerán, en muchos casos, los de la *target*.

El mayor riesgo de esta operación, reviste, por tanto, en que el hecho de que es la propia sociedad *target* la que soporta la mayor parte de la financiación, pudiendo provocar su sobreendeudamiento y desencadenar en su concurso o desmantelamiento, tal y como se ha podido observar en no pocas ocasiones¹⁷, afectando, en éste último caso, “no sólo a sus socios y acreedores, sino también a *stakeholders*: trabajadores, proveedores, clientes, Hacienda Pública, bonistas, entre otros”¹⁸.

¹⁶ MARTÍ MOYA, V. 2010. El merger leveraged buy-out o fusión apalancada a la luz de la ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. *Revista de Derecho Mercantil*, [en línea], núm. 276/2010, pág. 9. [Consulta: 4 de octubre de 2016]. ISSN: 0210-0797. Disponible en BIB 2010\7473.

¹⁷ RONCERO SÁNCHEZ, A. 2010. Ámbito de la exigencia del informe de expertos independientes en caso de fusiones posteriores a adquisiciones apalancadas. *Revista de Derecho de Sociedades*, [en línea], núm. 35/2010, págs. 257. [Consulta: 21 de octubre de 2016]. ISSN: 1134-7686. Disponible en http://www.elderecho.com/tribuna/mercantil/exigencia-independientes-posteriores-adquisiciones-apalancadas_11_158680001.html

¹⁸ PALOMERO BENAZARREF, A.; SANZ BAYÓN, P. 2013. Alcance de la prohibición de la asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas. *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil*, [en línea], núm. 3/2013, pág. 84. [Consulta: 25 de octubre de 2016]. ISSN: 2174-1840. Disponible en BIB 2013\1033.

De la figura anterior de LBO dimanar las fusiones apalancadas o MLBOs, mediante las que se añade un paso adicional a la adquisición apalancada, consistente en la fusión de la sociedad adquiriente y de la compañía *target* una vez se ha tomado el control de ésta última. Esta operación de fusión posterior a la adquisición de una compañía con deuda se regula en el artículo 35 de la LME, sobre el que profundizaremos posteriormente.

En primer lugar, a este respecto cabe indicar que una característica de especial relevancia de las fusiones en general, y razón por la cual se llevan a cabo en muchas ocasiones, al igual que en el caso especial de las fusiones apalancadas, es que las mismas implican, por lo general, “sinergias en su administración, permitiendo simplificar ésta, eliminar duplicidades organizativas y reducir costes de manera importante. Esto es, simplifica la contabilidad y la consolidación, reduce costes de auditorías, y, entre otras, centraliza en la sociedad absorbente las obligaciones de información a los mercados y a terceros”¹⁹.

En la fusión apalancada, además de las ya mencionadas ventajas de administración que la misma supone para el comprador, se generan ciertas ventajas fiscales, así como que el acreedor procura que la deuda quede garantizada ya no solo con la *target*, sino también con la sociedad adquiriente²⁰, si bien, en caso de que la adquiriente sea una *NewCo*, este efecto puede verse reducido por no contar ésta, en muchos casos, con un gran capital o activos.

Sin embargo, las fusiones apalancadas también pueden generar los efectos negativos que se han mencionado en relación a las LBOs, siendo uno de los principales la posible dificultad que este tipo de operaciones puede generar para el cobro por parte de los acreedores ordinarios. Así, “si la operación de compraventa financiada no tiene una base en la posibilidad de generación de *cash flow* de la sociedad *target* o de surgimiento de sinergias entre ésta última y la adquiriente, la devolución del principal del préstamo y de los intereses no podrá tener lugar por falta

¹⁹ VILATA MENADAS, S. Operaciones de reestructuración societaria ante la crisis empresarial. Las modificaciones estructurales. En: MUÑOZ PAREDES (ed.) y PRENDES CARRIL (ed.) Tratado Judicial de la Insolvencia, [en línea]. Editorial Aranzadi, S.A.U., vol. I, pág. 7. Disponible en: BIB 2012\22143.

²⁰ GONZÁLEZ-MENESES, M.; ÁLVAREZ, S. 2014. *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*. 2ª ed. Madrid: Dykinson, pág. 247.

de liquidez y podrá llegarse al *default*, y, consiguientemente, entrar en un procedimiento concursal²¹.

Por otro lado, es destacable que cuando se plantea una LBO, es, en muchas ocasiones, la propia entidad que concede el préstamo la que condiciona el mismo a la posterior fusión de la sociedad adquiriente con la *target*. Así pues, “normalmente son las propias entidades bancarias que conceden la financiación quienes establecen la necesidad de que, con posterioridad a la adquisición, se produzca una fusión entre ambas entidades en un plazo corto de tiempo”²². En este sentido, las entidades financieras incluyen frecuentemente en los contratos de financiación de este tipo de operaciones cláusulas en las que se imponen una serie de consecuencias negativas en caso de no realizarse la fusión en un plazo determinado, tales como el incremento del tipo de interés aplicable a la financiación, dado que son las entidades financieras, lógicamente, las que tienen el mayor interés en que la deuda esté garantizada al máximo²³.

El hecho de que tenga lugar una fusión con posterioridad a la LBO es, asimismo, un argumento recurrente a favor de la legalidad de las fusiones apalancadas entre algunos autores y la jurisprudencia²⁴, que la consideran como el elemento que valida o salva la prohibición de asistencia financiera en dicha operación, ya que el propio procedimiento de fusión proporciona suficientes garantías para los socios y acreedores.

No obstante lo anterior, cabe reiterar que ésta figura tampoco se libra de la polémica que viene rodeando a las LBOs, y las fusiones apalancadas o MLBOs han generado, asimismo, a lo largo de las últimas décadas, y siguen generando hoy en

²¹ GIMENO RIBES, M. 2013. Fraude fiscal y fraude mercantil en el merger leveraged buy-out. Revista de Derecho Bancario y Bursátil, [en línea], núm. 130/2013, pág. 14. [Consulta: 25 de octubre de 2016]. ISSN: 0211-6138. Disponible en BIB 2013\14445.

²² DOCE, S.; NADAL, G. 2013. ¿Es viable la neutralidad fiscal en las fusiones apalancadas? Actualidad Jurídica Aranzadi, [en línea], núm. 865/2013, pág. 1. [Consulta: 1 de noviembre de 2016]. ISSN: 1132-0257. Disponible en BIB 2013\1394.

²³ YUSTE, G. 2009. El impacto de la Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles en la financiación de adquisiciones apalancadas. Revista Española de Capital Riesgo, [en línea], núm. 4/2009, pág. 2. [Consulta: 21 de octubre de 2016]. ISSN: 1887-2697. Disponible en <http://www.araozyrueda.com/es/profesionales/guillermo-yuste/publicaciones/financiacion-de-adquisiciones-apalancadas>

²⁴ Auto de la Audiencia Provincial de Madrid de 9 de enero de 2007, relativo a la OPA de ENDESA por GAS NATURAL.

día, numerosos debates doctrinales y jurisprudenciales tanto en España como en los países de nuestro entorno²⁵.

2. Tipos de fusiones apalancadas

La tipología de las fusiones apalancadas se puede clasificar de conformidad a un gran número de variables, no obstante, nosotros vamos a tratar tan solo dos de las clasificaciones, entendiendo que son las que más pueden ayudarnos a aproximarnos y comprender la figura de las MLBOs. Así, vamos a analizar las modalidades de fusiones apalancadas desde la perspectiva subjetiva, esto es, los sujetos que intervienen en la operación, y desde la perspectiva de la toma de control de la sociedad.

En primer lugar, desde un punto de vista subjetivo, nos podemos encontrar con varias modalidades de fusiones apalancadas, según los sujetos interventores en la operación, distinguiendo entre las siguientes: *Management buy out* (MBO), *Management buy in* (MBI), *Buy in management buy out* (BIMBO), *Institutional buy out* (IBO) y *Leveraged employee buy out* (LEBO).

En las MBIs un grupo de inversores ajeno a la sociedad *target* toman el control de la misma y la adquieren en condición de administradores, mientras que en las MBOs es el propio equipo directivo de la compañía el que se hace con el control de la *target*, pasando de administradores a socios de la compañía. Un BIMBO, por su lado, es una combinación de las dos figuras anteriores, esto es, un grupo compuesto por tanto por administradores de la sociedad *target* como por inversores externos, toma el control de la *target*. En lo que respecta a la IBO, es la operación de adquisición de la *target* realizada por promotores internacionales, mientras que la

²⁵ MARTÍ MOYA, V. 2010. El merger leveraged buy-out o fusión apalancada a la luz de la ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. Revista de Derecho Mercantil, [en línea], núm. 276/2010, pág. 9. [Consulta: 4 de octubre de 2016]. ISSN: 0210-0797. Disponible en BIB 2010\7473.

LEBO, por su lado, consiste en la adquisición de la sociedad por sus propios empleados²⁶.

Cabe destacar que en estas últimas modalidades de fusión apalancada, por lo general, no cabe duda alguna respecto a su legalidad, dado que están permitidas por el ordenamiento a la hora de realizar adquisiciones societarias. Ello deriva del artículo 129.2 de la Constitución Española, que obliga a los poderes públicos a facilitar a los empleados el acceso a los medios de producción y a fomentar la participación y la adquisición de acciones por parte de los empleados, no aplicando, por tanto, la prohibición de asistencia financiera en estos supuestos. Otra de las finalidades que se persigue al eximir a este tipo de operaciones de la prohibición de asistencia financiera está relacionada con el principio de conservación de la empresa, de tal manera que los empleados puedan hacerse cargo de la misma si no hay quien pueda o quiera hacerlo²⁷.

Ahora bien, cabe destacar que los consejeros y los administradores de la sociedad no serán considerados a estos efectos como personal laboral, sino que su relación con la empresa es considerada de naturaleza mercantil, y por tanto no quedan exentos de esta prohibición, al considerarse que carecen de la ajenidad que se requiere en estos supuestos²⁸, y sin que puedan, por tanto, ser partícipes de una LEBO.

Por otro lado, en relación a la fusión posterior a la toma de control de la sociedad *target*, ésta puede ser clasificada, según la sociedad absorbente, como una *Forward MLBO* o una *Reverse MLBO*. En el primer caso, es la sociedad adquirente la que absorbe a la sociedad que venimos denominando como *target*, pero que ya estará controlada por la adquirente; en segundo lugar, en la *Reverse*

²⁶ PALOMERO BENAZARREF, A.; SANZ BAYÓN, P. 2013. Alcance de la prohibición de la asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas. *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil*, [en línea], núm. 3/2013, pág. 69. [Consulta: 25 de octubre de 2016]. ISSN: 2174-1840. Disponible en BIB 2013\1033.

²⁷ GIMENO RIBES, M. 2013. Fraude fiscal y fraude mercantil en el merger leveraged buy-out. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, [en línea], núm. 130/2013, pág. 5. [Consulta: 25 de octubre de 2016]. ISSN: 0211-6138. Disponible en BIB 2013\14445.

²⁸ PALOMERO BENAZARREF, A.; SANZ BAYÓN, P. 2013. Alcance de la prohibición de la asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas. *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil*, [en línea], núm. 3/2013, págs. 70-71. [Consulta: 25 de octubre de 2016]. ISSN: 2174-1840. Disponible en BIB 2013\1033.

MLBO, sucede al contrario, es la compañía *target* o controlada la que absorbe a la sociedad adquiriente²⁹.

En cualquier caso, independientemente de si la operación se culmina con una *Forward MLBO* o con una *Reverse MLBO*, el coste financiero de la operación en ambos supuestos suele trasladarse y recaer sobre el patrimonio de la sociedad adquirida o *target*, por lo que, a efectos económicos, las consecuencias son, en esencia, las mismas³⁰.

3. Regulación de las fusiones apalancadas: el artículo 35 de la LME

3.1. Antecedentes

El artículo 35 de la LME introduce, por primera vez en nuestro ordenamiento jurídico, la regulación de las fusiones apalancadas o MLBOs, esto es, las fusiones posteriores a una adquisición de sociedad con el endeudamiento de la adquiriente. Es, pues, una norma novedosa, que carecía de antecedentes legislativos en nuestro país³¹. La regulación de las fusiones apalancadas en el artículo 35 de la LME está íntimamente ligada a los artículos 143 y 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 (LSC), en los que queda plasmada la prohibición de asistencia financiera en sociedades limitadas y sociedades anónimas.

La introducción del artículo 35 de la LME rompe, pues, con la idea, que, aunque minoritaria, no era difícil encontrarse con anterioridad a la entrada en vigor de la LME, según la cual existía una prohibición generalizada de cualquier operación en la que se incurriese en asistencia financiera y por tanto que las fusiones

²⁹ FALCÓN Y TELLA, R. 2014. Tratamiento fiscal de las fusiones posteriores a una adquisición apalancada (leveraged buyout): SAN 16 octubre 2013. Revista Quincena Fiscal, [en línea], núm. 3/2014, pág. 1. [Consulta: 5 de octubre de 2016]. ISSN: 1132-8576. Disponible en BIB 2014\428.

³⁰ GIMENO RIBES, M. 2013. Fraude fiscal y fraude mercantil en el merger leveraged buy-out. Revista de Derecho Bancario y Bursátil, [en línea], núm. 130/2013, pág. 4. [Consulta: 25 de octubre de 2016]. ISSN: 0211-6138. Disponible en BIB 2013\14445.

³¹ YUSTE, G. 2009. El impacto de la Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles en la financiación de adquisiciones apalancadas. Revista Española de Capital Riesgo, [en línea], núm. 4/2009, pág. 5. [Consulta: 21 de octubre de 2016]. ISSN: 1887-2697. Disponible en <http://www.araozyrueda.com/es/profesionales/guillermo-yuste/publicaciones/financiacion-de-adquisiciones-apalancadas>

apalancadas suponían un fraude de ley. En relación a ésta cuestión, sobre la legalidad de las MLBOs con anterioridad a la entrada en vigor de la LME, tampoco podemos encontrar una doctrina unánime, sino más bien al contrario. En este sentido, es destacable el hecho de que, con anterioridad a la entrada en vigor de la LME, y a pesar de la incertidumbre y falta de regulación que rodeaba la figura de las compras apalancadas, estas operaciones eran habituales en el tráfico mercantil³², llegando a suponer un importantísimo porcentaje de la inversión en nuestro país con anterioridad al estallido de la crisis³³. Sobre ello influyó, sin lugar a dudas, la interpretación restrictiva de la mayoría de la doctrina y posteriormente de nuestros tribunales, considerando que “si la finalidad financiera no existe o esta no es esencial, no puede entenderse que exista asistencia financiera”³⁴.

En este sentido, la propia Audiencia Nacional³⁵ había reconocido, con anterioridad a la entrada en vigor de la LME, que las MLBOs suponen incentivos económicos relevantes para los operadores económicos. Así, las fusiones apalancadas facilitan los procesos de concentración, las reorganizaciones empresariales, otorgan un plus de garantía a la entidad que ha financiado la compra y pueden limitar la sobrecapitalización de las empresas, entre otras ventajas³⁶. No obstante, como ya se ha indicado, no era extraño encontrarse, con anterioridad a la entrada en vigor de la LME, con opiniones que cuestionasen la legalidad de las fusiones apalancadas, tanto en la doctrina, como en los Tribunales y Administraciones Públicas.

³² SÁNCHEZ CALERO, J.; FERNÁNDEZ TORRES, I. 2011. Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (oportunidades y acierto del art. 35 LME). Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense, [en línea], núm. 38/2011, pág. 7. [Consulta: 10 de octubre de 2016]. Disponible en <http://eprints.ucm.es/12628/>

³³ ALEMANY GIL, L. 2008. Análisis de las mayores compras apalancadas (LBOs) en España, 2005-2007. Boletín de Actualidad del Mercado Español de Capital Riesgo, [en línea], núm. 2/2008, págs. 71-83. [Consulta: 18 de octubre de 2016]. ISSN: 1698-997X. Disponible en <http://www.recari.es/articulos/temas.php?tem=20>

³⁴ SÁNCHEZ CALERO, J.; FERNÁNDEZ TORRES, I. 2011. Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (oportunidades y acierto del art. 35 LME). Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense, [en línea], núm. 38/2011, pág. 21. [Consulta: 10 de octubre de 2016]. Disponible en <http://eprints.ucm.es/12628/>

³⁵ Sentencia de la Audiencia Nacional de 23 de diciembre de 2010.

³⁶ DOCE, S.; NADAL, G. 2013. ¿Es viable la neutralidad fiscal en las fusiones apalancadas? Actualidad Jurídica Aranzadi, [en línea], núm. 865/2013, pág. 2. [Consulta: 1 de noviembre de 2016]. ISSN: 1132-0257. Disponible en BIB 2013\1394.

Lo que sí parece claro, es que, en la actualidad, tras la introducción del artículo 35 la LME en nuestro ordenamiento, al someter dicho precepto la validez de las fusiones apalancadas al cumplimiento de una serie de condiciones, se ha confirmado la validez de este tipo de operaciones, si bien, como hemos dicho, supeditadas al cumplimiento de una serie de condiciones imperativas, previstas en aras de proteger a los socios y acreedores. Por tanto, ya no se puede mantener, tal y como lo hacía parte de la doctrina con anterioridad a la entrada en vigor de la LME, que las fusiones apalancadas incurren, por el mero hecho de configurarse como tal, en la prohibición de asistencia financiera. Así pues, el debate existente con anterioridad a la entrada en vigor de la LME queda cerrado en pro de la validez de las fusiones apalancadas³⁷.

El artículo 35 de la LME dispone lo siguiente:

“Artículo 35. Fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente.

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

³⁷ SÁNCHEZ CALERO, J.; FERNÁNDEZ TORRES, I. 2011. Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (oportunidades y acierto del art. 35 LME). Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense, [en línea], núm. 38/2011, pág. 5-10. [Consulta: 10 de octubre de 2016]. Disponible en <http://eprints.ucm.es/12628/>

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”.

Llegados a este punto, cabe recordar que a las fusiones apalancadas se les aplica el régimen general de las fusiones dispuesto en la LME, así como su mismo procedimiento, constituyendo el artículo 35 de dicho cuerpo legal una especialidad en relación al tratamiento de las MLBOs. Es pues, lógico, que en aplicación del principio *lex specialis derogat generalis*, el artículo 35 de la LME, exclusivo para las fusiones apalancadas, únicamente viene a modificar el régimen general de fusiones en cuanto a lo especificado en el mismo. Por tanto, el régimen comprendido en el artículo 35 de la LME es, asimismo, especial frente al régimen general de asistencia financiera dispuesto en la LSC³⁸.

Un claro ejemplo del principio anterior, y que se especifica expresamente en el artículo 35 de la LME, es la prevalencia de dicho precepto sobre la regulación de las fusiones simplificadas, para las cuales, según la LME, no será preciso informe de experto. No obstante, en caso de fusiones apalancadas, el informe de experto será obligatorio en todo caso y para todo tipo de sociedades, incluso cuando se trate de un acuerdo unánime de fusión³⁹. A este respecto, no obstante, encontramos algunos

³⁸ YUSTE, G. 2009. El impacto de la Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles en la financiación de adquisiciones apalancadas. Revista Española de Capital Riesgo, [en línea], núm. 4/2009, pág. 19. [Consulta: 21 de octubre de 2016]. ISSN: 1887-2697. Disponible en <http://www.araozyrueda.com/es/profesionales/guillermo-yuste/publicaciones/financiacion-de-adquisiciones-apalancadas>

³⁹ MARTÍ MOYA, V. 2010. El merger leveraged buy-out o fusión apalancada a la luz de la ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. Revista de Derecho Mercantil, [en línea], núm. 276/2010, pág. 12. [Consulta: 4 de octubre de 2016]. ISSN: 0210-0797. Disponible en BIB 2010\7473.

autores, que, si bien minoritarios, entienden que el informe de experto independiente no es exigible en todo caso⁴⁰.

Mediante dicho tratamiento especial de las fusiones apalancadas se imponen unas garantías adicionales con respecto al sistema general de fusiones, endureciéndose por tanto las obligaciones de los intervinientes, principalmente reforzando el aspecto informativo del procedimiento.

Por último, la inclusión por primera vez en nuestro ordenamiento jurídico de las fusiones apalancadas, mediante el artículo 35 de la LME, ha flexibilizado y suavizado el régimen de las mismas, en contra de la concepción no poco frecuente, al menos en relación a las sociedades anónimas, de prohibición absoluta de asistencia financiera⁴¹.

3.2. Análisis

Tal y como se ha podido observar el precepto arriba citado, no todas las fusiones apalancadas están sujetas al régimen del artículo 35 de la LME, sino que se limitan temporalmente, esto es, tan solo afecta a aquellas sociedades cuya deuda ha sido contraída en los tres años anteriores para adquirir el control de la *target*. Con el plazo, amplio, de tres años, el legislador procura que los partícipes en la operación no puedan eludir los requisitos del artículo 35 de la LME, simplemente por fusionarse tras el transcurso de dicho plazo. Ello es así dado que las entidades financieras suelen estipular en el contrato de financiación que la fusión entre la *target* y la sociedad adquiriente o *NewCo*, debe tener lugar en una plazo máximo,

⁴⁰ RONCERO SÁNCHEZ, A. 2010. Ámbito de la exigencia del informe de expertos independientes en caso de fusiones posteriores a adquisiciones apalancadas. *Revista de Derecho de Sociedades*, [en línea], núm. 35/2010, págs. 264-265. [Consulta: 21 de octubre de 2016]. ISSN: 1134-7686. Disponible en http://www.elderecho.com/tribuna/mercantil/exigencia-independientes-posteriores-adquisiciones-apalancadas_11_158680001.html

⁴¹ YUSTE, G. 2009. El impacto de la Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles en la financiación de adquisiciones apalancadas. *Revista Española de Capital Riesgo*, [en línea], núm. 4/2009, págs. 5-7. [Consulta: 21 de octubre de 2016]. ISSN: 1887-2697. Disponible en <http://www.araozyrueda.com/es/profesionales/guillermo-yuste/publicaciones/financiacion-de-adquisiciones-apalancadas>

normalmente muy inferior a los tres años, o, en caso contrario, las condiciones del préstamo se verán afectadas negativamente⁴².

Por otro lado, la deuda contraída debe haber sido destinada a adquirir el control de otra sociedad que participe en operación de fusión, o con la finalidad de adquirir sus activos esenciales para su normal explotación o que sean relevantes por su valor patrimonial.

Así, pues, el legislador ha planteado el precepto de tal manera que la finalidad o destino del endeudamiento es lo que caracteriza a la deuda en este tipo de operaciones, sin importar si dicha deuda tiene especial relevancia para el patrimonio de la sociedad deudora⁴³ o para la solvencia de la *target*.

Una vez comprobado que se cumplen los requisitos anteriores y que por tanto nos encontramos ante un supuesto de fusión apalancada o MLBO, el artículo 35 establece una serie de requisitos o condiciones imperativas, necesarias para que se alcance el objetivo de fusión. Tal y como indicado con anterioridad, el procedimiento de las fusiones apalancadas sigue, salvo por las especialidades dispuestas en el artículo 35 LME, el régimen general de fusiones previsto en la LME. Por tanto, entendemos que una de las pretensiones del legislador a la hora de regular las fusiones apalancadas en concreto en el artículo 35 LME, ha sido la de dotar a esta figura de unas garantías adicionales a las preceptuadas para el régimen general de fusión, dado que, asimismo, se han percibido una serie de riesgos adicionales en las MLBOs con respecto al resto de fusiones.

La primera de esas garantías adicionales, es que en las MLBOs el proyecto de fusión debe contener los plazos en los que se va a satisfacer la deuda contraída y los recursos concretos con lo que ello se va a realizar.

⁴² YUSTE, G. 2009. El impacto de la Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles en la financiación de adquisiciones apalancadas. Revista Española de Capital Riesgo, [en línea], núm. 4/2009, pág. 8. [Consulta: 21 de octubre de 2016]. ISSN: 1887-2697. Disponible en <http://www.araozyrueda.com/es/profesionales/guillermo-yuste/publicaciones/financiacion-de-adquisiciones-apalancadas>

⁴³ SÁNCHEZ CALERO, J.; FERNÁNDEZ TORRES, I. 2011. Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (oportunidades y acierto del art. 35 LME). Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense, [en línea], núm. 38/2011, pág. 11. [Consulta: 10 de octubre de 2016]. Disponible en <http://eprints.ucm.es/12628/>

Asimismo, se exige informe de los administradores, que deberá contener las siguientes cuestiones preceptivamente: las razones de la fusión y su justificación, el objetivo o lo que se persigue o pretende con la fusión, así como un plan económico y financiero en el que se especifiquen los recursos destinados, procurando, por tanto, la comprobación de la viabilidad de la operación.

En relación al plan económico y financiero en el informe de los administradores, si bien éste deberá guardar relación con lo dispuesto en el proyecto de fusión, y por tanto coincidirán en sus puntos básicos, tiene un alcance mucho mayor. No obstante, dado que habrá sido necesario presentar a la entidad financiera un plan económico y financiero sólido y detallado, éste se podrá usar como base para la preparación del informe de los administradores⁴⁴.

Lo anterior, ligado a la responsabilidad inherente de los administradores en este tipo de operaciones, trata de evitar el abuso de poder por parte del órgano de administración y que éste actúe a favor de sus propios intereses y no a favor de los intereses o beneficio de la sociedad. Por ello, la norma trata de garantizar la neutralidad de los administradores, evitando, asimismo, cualquier posible conflicto de intereses entre éstos y los socios o accionistas⁴⁵.

El informe de los administradores tiene especial relevancia, asimismo, en relación a la prohibición de asistencia financiera, que trataremos posteriormente, de tal manera que la descripción de los objetivos que se pretenden conseguir serán determinantes para la validez de la fusión apalancada.

Por último, el artículo 35 de la LME exige la intervención de experto independiente, que emitirá el pertinente informe sobre el proyecto que deberá incluir

⁴⁴ YUSTE, G. 2009. El impacto de la Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles en la financiación de adquisiciones apalancadas. *Revista Española de Capital Riesgo*, [en línea], núm. 4/2009, pág. 14. [Consulta: 21 de octubre de 2016]. ISSN: 1887-2697. Disponible en <http://www.araozyrueda.com/es/profesionales/guillermo-yuste/publicaciones/financiacion-de-adquisiciones-apalancadas>

⁴⁵ PALOMERO BENAZARREF, A.; SANZ BAYÓN, P. 2013. Alcance de la prohibición de la asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas. *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil*, [en línea], núm. 3/2013, pág. 74. [Consulta: 25 de octubre de 2016]. ISSN: 2174-1840. Disponible en BIB 2013\1033.

un juicio de razonabilidad del mismo, pronunciándose, asimismo, sobre la existencia – o no – de asistencia financiera. El informe de experto independiente se estructurará, por tanto, en dos partes; de un lado, el experto se pronunciará sobre la viabilidad económica de la operación, y de otro lado, deberá pronunciarse en lo relativo a la posible asistencia financiera de la operación.

Se desprende de todo lo anterior que, en resumen, la LME requiere, para la consecución de una fusión apalancada, (i) el proyecto de fusión, (ii) el informe de los administradores y (iii) el informe del experto independiente, todo ello debidamente razonado y justificado. Con ello, la norma busca “proporcionar más información a socios y acreedores sobre las consecuencias de la fusión en un caso en que hay un riesgo especial, que exige una información específica, facilitando así un ejercicio más consciente del derecho de voto o favoreciendo el ejercicio del derecho de oposición. Esta información es muy relevante también para los acreedores sin derecho de oposición y para los trabajadores, cuyo futuro también puede estar comprometido por la operación”⁴⁶.

La diferencia entre los tres documentos precitados radica en que, mientras que el proyecto de fusión comprende la “mera obligación de incluir, además de los elementos habituales establecidos en la regulación general sobre fusiones, los plazos y los recursos para el repago de la deuda contraída”, el informe de los administradores debe “hacer mención a las razones para la adquisición del control de la sociedad, así como la posterior fusión; y, además de indicar los medios líquidos para el repago, debe expresar los objetivos de la operación”, y, por último, el informe de experto independiente debe “emitir, de un lado, un juicio de razonabilidad sobre la materia y, de otro, advertir de la existencia de asistencia financiera”⁴⁷.

No obstante, es preciso puntualizar que el cumplimiento de los tres requisitos anteriores, si bien supone una mayor garantía para los intereses en juego, no implica, por sí sólo, la validez de la fusión apalancada. Así, es asimismo necesario

⁴⁶ GONZÁLEZ-MENESES, M.; ÁLVAREZ, S. 2014. *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*. 2ª ed. Madrid: Dykinson, pág. 267.

⁴⁷ GIMENO RIBES, M. 2013. Fraude fiscal y fraude mercantil en el merger leveraged buy-out. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, [en línea], núm. 130/2013, pág. 20. [Consulta: 25 de octubre de 2016]. ISSN: 0211-6138. Disponible en BIB 2013\14445.

salvar la prohibición de asistencia financiera, que dependerá, en todo caso, de las condiciones concretas de la operación⁴⁸.

Cabe reiterar, asimismo, que otra de las cuestiones que la LME procura es la exigencia de responsabilidad a los administradores en caso de haber planteado la operación de manera errónea. Así, por aplicación del artículo 30.1 de la LME, los administradores serán responsables de cuanto suscriban en los documentos anteriormente mencionados, respondiendo, por tanto, frente a las irregularidades que éstos puedan contener.

El incumplimiento de cualquiera de los requisitos exigidos por el artículo 35 de la LME, así como la alteración de las condiciones preestablecidas, podrán desembocar en la impugnación de la operación de acuerdo con el artículo 47 de la LME, que otorga un plazo de tres meses para la impugnación de la fusión, a contar desde que ésta fuera oponible⁴⁹.

En consecuencia, de conformidad con la interpretación prácticamente unánime de la doctrina a este respecto⁵⁰, con el propio artículo 47 de la LME y con el artículo 6.3 del Código Civil, la fusión apalancada podría resultar como nula de pleno derecho por transgredir una norma imperativa, esto es, tanto el artículo 35 de la LME, como, en su caso, los artículos 143 y 150 de la LSC, en función de la modalidad de sociedad interviniente en la fusión. No obstante lo anterior, una vez la inscripción de la fusión hubiese devenido firme, esto es, pasado el plazo de tres meses desde que ésta fuera oponible, otorgado por el artículo 47 de la LME, la misma no podrá declararse nula, cabiendo, únicamente, el resarcimiento por daños y perjuicios.

⁴⁸ GONZÁLEZ-MENESES, M.; ÁLVAREZ, S. 2014. *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*. 2ª ed. Madrid: Dykinson, pág. 247.

⁴⁹ MARTÍ MOYA, V. 2010. El merger leveraged buy-out o fusión apalancada a la luz de la ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. *Revista de Derecho Mercantil*, [en línea], núm. 276/2010, págs. 12-13. [Consulta: 4 de octubre de 2016]. ISSN: 0210-0797. Disponible en BIB 2010\7473.

⁵⁰ PALOMERO BENAZARREF, A.; SANZ BAYÓN, P. 2013. Alcance de la prohibición de la asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas. *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil*, [en línea], núm. 3/2013, pág. 87. [Consulta: 25 de octubre de 2016]. ISSN: 2174-1840. Disponible en BIB 2013\1033.

La pretensión del artículo 35 de la LME parece, pues, preventiva, esto es, reforzar la información otorgada tanto a socios como a acreedores. Así, la información debe ser más exhaustiva tanto en relación a los recursos de la operación como en la justificación y razones para su realización. En este sentido, a y diferencia del régimen regular de fusiones, para las fusiones apalancadas “se exige que consten no sólo las circunstancias principales de la operación sino que también se exige una justificación de la adquisición del control, de la operación de fusión y del plan de futuro”⁵¹.

Con los requisitos anteriores, parece, asimismo, que el legislador trata de minimizar, en la medida de lo posible, los riesgos que la operación pueda suponer para la viabilidad o supervivencia de la *target*, que compromete sus activos para la amortización de una deuda ajena, con la, no poco frecuente, posibilidad de que desemboque en concurso de acreedores.

Ese deber de información reforzado, así como los demás requisitos exigidos mediante el artículo 35 de la LME, servirán, en principio, para identificar aquellas operaciones que entrañen un riesgo excesivo, o cuyos fines no sean lícitos. Parece, por tanto, dada su redacción, que para discernir acerca de la legalidad o validez de las fusiones apalancadas, deberemos realizar un estudio caso por caso.

En este sentido se han pronunciado algunos autores, considerando que, para que una fusión apalancada sea válida, ésta, o bien deberá contener una “previsión razonable de generación de recursos libres suficientes para repagar la deuda sin alterar el normal funcionamiento de la sociedad adquirida, y ello con independencia del elemento finalista o motivación de la fusión y, por tanto, de si la fusión apalancada estaba o no prevista al tiempo de contraerse la deuda que sirvió para adquirir la sociedad *target*”, o bien deberá existir en la fusión apalancada “un motivo empresarial distinto a la mera traslación de la deuda de la sociedad adquiriente a la

⁵¹ SÁNCHEZ CALERO, J.; FERNÁNDEZ TORRES, I. 2011. Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (oportunidades y acierto del art. 35 LME). Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense, [en línea], núm. 38/2011, pág. 26. [Consulta: 10 de octubre de 2016]. Disponible en <http://eprints.ucm.es/12628/>

sociedad *target*, no existiendo una previsión o planificación de la fusión al tiempo de adquirirse dicha deuda”⁵².

3.3. Aspectos controvertidos

El precepto arriba citado ha sido, al igual que el restante de la LME, bastante controvertido y criticado, llegando algunos autores a tacharlo de desafortunado, confuso, descoordinado, y de difícil interpretación⁵³, así como de ser técnicamente deficiente⁵⁴. Vamos, pues, a analizar las mayores dificultades que el mismo reviste y algunas de las diferentes interpretaciones que ha generado.

En primer lugar, y siguiendo el orden de redacción del artículo 35 de la LME, el legislador no establece el momento desde el que comienza a contar el plazo de los tres años “inmediatamente anteriores”, lo cual ha suscitado, a su vez, diversas interpretaciones. A este respecto, la teoría más lógica, a nuestro parecer, es la que sostiene que el plazo de tres años ha de computarse desde que se contrae la deuda, estos es, desde su nacimiento, independientemente del día en que ésta pueda ser exigible⁵⁵. Por otro lado, entendemos que se determinará si la fusión se ha realizado dentro del plazo de tres años o no en función de cuándo se presenta el proyecto de la fusión⁵⁶.

⁵² GRIMA FERRADA, J. 2013. Seguridad jurídica, inversión y compraventa apalancada de empresas. Artículos de opinión: Cuatrecasas, Gonçalves Pereira, [en línea], núm. 022 marzo, [Consulta: 6 de diciembre de 2016]. Disponible en http://www.cuatrecasas.com/es/actualidad/0/seguridad_juridica,_inversion_y_compraventa.html

⁵³ MARTÍ MOYA, V. 2010. El merger leveraged buy-out o fusión apalancada a la luz de la ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. Revista de Derecho Mercantil, [en línea], núm. 276/2010, pág. 1. [Consulta: 4 de octubre de 2016]. ISSN: 0210-0797. Disponible en BIB 2010\7473.

⁵⁴ VIVES RUIZ, F.; TAPIAS MONNÉ, A. 2013. La Ley de Modificaciones Estructurales. Una norma técnicamente fallida. *InDret: Revista para el Análisis del Derecho*, [en línea], núm. 4/2013, pág. 34. [Consulta: 1 de octubre de 2016]. ISSN-e 1698-739X. Disponible en <http://www.indret.com/es/index.php>

⁵⁵ MARTÍ MOYA, V. 2010. El merger leveraged buy-out o fusión apalancada a la luz de la ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. Revista de Derecho Mercantil, [en línea], núm. 276/2010, pág. 15. [Consulta: 4 de octubre de 2016]. ISSN: 0210-0797. Disponible en BIB 2010\7473.

⁵⁶ YUSTE, G. 2009. El impacto de la Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles en la financiación de adquisiciones apalancadas. Revista Española de Capital Riesgo, [en línea], núm. 4/2009, pág. 8. [Consulta: 21 de octubre de 2016]. ISSN: 1887-2697. Disponible en <http://www.araozyrueda.com/es/profesionales/guillermo-yuste/publicaciones/financiacion-de-adquisiciones-apalancadas>

La financiación o deuda contraída, por su lado, procede, normalmente de entidades bancarias, si bien la LME no realiza distinción alguna, y entra en este supuesto, por tanto, la financiación procedente de cualquier tipo de sujeto, si bien, parece claro que no tendrá tal consideración la que provenga de recursos propios. No obstante, la problemática en relación a la deuda viene relacionada, principalmente, con el hecho de que no se establece “un umbral mínimo ni de cuantía absoluta ni de proporción respecto del valor de la empresa, su EBITDA, u otros parámetros, por lo que todo endeudamiento destinado a la adquisición, cualquiera que sea su cuantía, dará lugar a la aplicación de la norma”, abarcando pues, por tratarse de una determinación genérica, un elenco excesivo de supuestos, y no tan solo a los que visa inicialmente en aras de evitar el excesivo endeudamiento societario⁵⁷.

Por tanto, “dado que el precepto no contiene limitación cuantitativa alguna, cualquier deuda, independientemente de su tamaño o de la posibilidad o no de afectar a la solvencia de la entidad resultante de la fusión será suficiente” para la aplicación del artículo 35 de la LME⁵⁸, cuestión que, a nuestro parecer, debería ser revisada por el legislador en aras de dotar mayor sentido a la norma.

En relación a la finalidad de la deuda, como se ha analizado con anterioridad, según el artículo 35 de la LME la misma debe haber sido contraída para: (i) adquirir el control de otra sociedad que participe en la operación de fusión, (ii) adquirir activos de la otra sociedad esenciales para su normal explotación o (iii) adquirir activos de la otra sociedad que sean de importancia por su valor patrimonial. Los tres supuestos o finalidades descritas admiten muchas más interpretaciones de las que sería deseable. Así pues, contienen términos excesivamente indeterminados o relativos, tales como “la adquisición del control”, “activos de importancia para su explotación” o “activos de importancia por su valor patrimonial”, sin que en ningún caso la norma limite o desarrolle dichas referencias. De nuevo, el legislador erra en

⁵⁷ GONZÁLEZ-MENESES, M.; ÁLVAREZ, S. 2014. *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*. 2ª ed. Madrid: Dykinson, pág. 250.

⁵⁸ YUSTE, G. 2009. El impacto de la Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles en la financiación de adquisiciones apalancadas. *Revista Española de Capital Riesgo*, [en línea], núm. 4/2009, pág. 10. [Consulta: 21 de octubre de 2016]. ISSN: 1887-2697. Disponible en <http://www.araozyrueda.com/es/profesionales/guillermo-yuste/publicaciones/financiacion-de-adquisiciones-apalancadas>

la redacción del precepto, sin que los intereses en juego se encuentren, por tanto, debidamente tutelados⁵⁹.

De nuevo, por tanto, hemos de recurrir a la opinión y las interpretaciones realizadas por parte de la doctrina mayoritaria en relación a los conceptos indeterminados que contiene el artículo 35 de la LME. Así por ejemplo, con respecto a la toma o adquisición del control de la sociedad, ésta habrá de ser puesta en relación con el conjunto del sistema jurídico, pareciendo, en consecuencia, lo más adecuado considerar que la norma se refiere a la adquisición de un control efectivo, y por tanto, recurrir a la definición establecida en el artículo 42.1 del Código de Comercio⁶⁰. Por otro lado, en lo que respecta a los activos de importancia para su explotación, entendemos como tales “aquellos activos esenciales y necesarios para realizar la actividad principal de la empresa, y aquéllos sin los cuales no se podrá seguir realizando la misma de la forma habitual sin un aumento considerable de los costes”⁶¹.

En cualquier caso, lo que sí parece bastante claro, es que debe existir una relación causal o teleológica entre el endeudamiento y la adquisición, si bien ese “elemento finalista se tiene que contemplar de forma objetivista: lo relevante es que la financiación se haya utilizado realmente para la adquisición, sin ser necesario que la concesión de la misma estuviera expresamente prevista o condicionada a esa finalidad”⁶². Por tanto, a pesar que la finalidad de la adquisición no sea mencionada expresamente en el contrato financiero de concesión de la deuda, y aunque no fuese

⁵⁹ SÁNCHEZ CALERO, J.; FERNÁNDEZ TORRES, I. 2011. Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (oportunidades y acierto del art. 35 LME). Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense, [en línea], núm. 38/2011, págs. 13-14. [Consulta: 10 de octubre de 2016]. Disponible en <http://eprints.ucm.es/12628/>

⁶⁰ GONZÁLEZ-MENESES, M.; ÁLVAREZ, S. 2014. *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*. 2ª ed. Madrid: Dykinson, pág. 248.

⁶¹ MARTÍ MOYA, V. 2010. El merger leveraged buy-out o fusión apalancada a la luz de la ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. Revista de Derecho Mercantil, [en línea], núm. 276/2010, pág. 16. [Consulta: 4 de octubre de 2016]. ISSN: 0210-0797. Disponible en BIB 2010\7473.

⁶² GONZÁLEZ-MENESES, M.; ÁLVAREZ, S. 2014. *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*. 2ª ed. Madrid: Dykinson, pág. 251.

su finalidad originaria, sí que debe poder deducirse y probarse que la misma ha sido utilizada con el objeto de adquirir la *target*⁶³.

Por otro lado, y de manera muy poco afortunada, el legislador estableció que el experto independiente debía pronunciarse sobre la existencia o no de asistencia financiera en la operación, sin establecer parámetro alguno para ello, más allá de los ya mencionados artículos 143 y 150 de la LSC. Ésta parece una cuestión en la que la doctrina está, en su grandísima mayoría, de acuerdo: la vinculación entre la existencia de asistencia financiera y el pronunciamiento en el informe de experto independiente sobre la misma “es errónea, ya que se trata de una cuestión netamente jurídica y no de un concepto meramente económico o financiero, que, no obstante, se encarga a un experto que presumiblemente no será jurista”⁶⁴.

En este sentido, algunos autores han llegado a afirmar que la LME – y por tanto, el legislador en su redacción – “se ha hecho un lío tremendo con el tema del informe del experto independiente por no distinguir con claridad los intereses que están en juego en relación con las dos funciones diferentes que desempeña dicho informe (enjuiciamiento, en interés de los socios, del tipo de canje, y verificación, en interés de los terceros, del valor del patrimonio aportado, en su caso, como contravalor del capital de una sociedad anónima)”⁶⁵.

El carácter prohibido o no de la asistencia financiera dependerá de diversos factores, dependientes todos ellos, a su vez, de distintos parámetros, tales como el importe financiado, la estructura patrimonial de las sociedades o la existencia de otras fuentes generación de tesorería, sin que el experto económico pueda calificar o emitir un juicio jurídico sobre ellos⁶⁶. El informe del experto independiente respecto a

⁶³ MARTÍ MOYA, V. 2010. El merger leveraged buy-out o fusión apalancada a la luz de la ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. *Revista de Derecho Mercantil*, [en línea], núm. 276/2010, pág. 15-16. [Consulta: 4 de octubre de 2016]. ISSN: 0210-0797. Disponible en BIB 2010\7473.

⁶⁴ SÁNCHEZ CALERO, J.; FERNÁNDEZ TORRES, I. 2011. Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (oportunidades y acierto del art. 35 LME). *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense*, [en línea], núm. 38/2011, pág. 23. [Consulta: 10 de octubre de 2016]. Disponible en <http://eprints.ucm.es/12628/>

⁶⁵ GONZÁLEZ-MENESES, M.; ÁLVAREZ, S. 2014. *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*. 2ª ed. Madrid: Dykinson, pág. 49.

⁶⁶ GONZÁLEZ-MENESES, M.; ÁLVAREZ, S. 2014. *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*. 2ª ed. Madrid: Dykinson, pág. 264.

la asistencia financiera, no debería, por tanto, interpretarse de manera extensiva, limitándose si pronunciamiento, únicamente, a la opinión del experto en el plano económico de la operación⁶⁷.

Es pues, casi unánime, la opinión de que el pronunciamiento del experto independiente en relación a la asistencia financiera carece de sentido⁶⁸. Por otro lado, y a mayor abundamiento, el legislador no especifica las consecuencias de la denegación por parte del experto del proyecto. Sin embargo, la doctrina mayoritaria, así como la práctica, parece indicarnos que dicho informe de experto, si bien muy relevante dada la información que contiene, no es necesariamente determinante para el resultado de la operación, ya que éste no parece ser vinculante para el socio⁶⁹. No obstante, tal y como indicado con anterioridad, posteriormente la fusión se podría impugnar y revisar en sede judicial, en la que se contaría con la ayuda de un experto, siendo por tanto, los Tribunales, los que tienen la última palabra en relación a la validez o no de una determinada fusión apalancada⁷⁰, siendo, por tanto, el informe de experto, revisable en cualquier caso.

4. La polémica de la asistencia financiera en las fusiones apalancadas

Como se ha dispuesto con anterioridad, y si bien es claro que no el único, el mayor debate en relación a las fusiones apalancadas gira en torno a la prohibición de asistencia financiera preceptuada en los artículos 143 y 150 de la LSC, que, según su propia literalidad, prohíben a las sociedades de responsabilidad limitada y a las sociedades anónimas, respectivamente, la anticipación de fondos, la concesión

⁶⁷ VIVES RUIZ, F.; TAPIAS MONNÉ, A. 2013. La Ley de Modificaciones Estructurales. Una norma técnicamente fallida. *InDret: Revista para el Análisis del Derecho*, [en línea], núm. 4/2013, pág. 35. [Consulta: 1 de octubre de 2016]. ISSN-e 1698-739X. Disponible en <http://www.indret.com/es/index.php>

⁶⁸ RONCERO SÁNCHEZ, A. 2010. Ámbito de la exigencia del informe de expertos independientes en caso de fusiones posteriores a adquisiciones apalancadas. *Revista de Derecho de Sociedades*, [en línea], núm. 35/2010, págs. 265. [Consulta: 21 de octubre de 2016]. ISSN: 1134-7686. Disponible en http://www.elderecho.com/tribuna/mercantil/exigencia-independientes-posteriores-adquisiciones-apalancadas_11_158680001.html

⁶⁹ MARTÍ MOYA, V. 2010. El merger leveraged buy-out o fusión apalancada a la luz de la ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. *Revista de Derecho Mercantil*, [en línea], núm. 276/2010, pág. 10. [Consulta: 4 de octubre de 2016]. ISSN: 0210-0797. Disponible en BIB 2010\7473.

⁷⁰ PALOMERO BENAZARREF, A.; SANZ BAYÓN, P. 2013. Alcance de la prohibición de la asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas. *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil*, [en línea], núm. 3/2013, pág. 83. [Consulta: 25 de octubre de 2016]. ISSN: 2174-1840. Disponible en BIB 2013\1033.

de créditos o préstamos, la prestación de garantías, así como la facilitación de ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición de sus propia participaciones o acciones o de las participaciones creadas o las acciones emitidas por sociedad del grupo a que la sociedad pertenezca. Con ello se pretende evitar la utilización del patrimonio de la sociedad para fines distintos al objeto social, en perjuicio de socios y acreedores⁷¹. El elemento que caracteriza, por tanto, esta prohibición es que la causa o destino final de la asistencia financiera prestada por la *target* es la adquisición de sus propias acciones.

A pesar de lo dispuesto en los artículos 143 y 150 de la LSC, en los que, como hemos visto, se estipulan una serie de prohibiciones concretas, cabe destacar, que no nos encontramos ante un *numerus clausus* de situaciones prohibidas sino que con el tramo final del precepto, que extiende la prohibición a “ningún tipo de asistencia financiera”, el legislador provoca que el precepto abarque una mayor amplitud de supuestos, sin que en ningún caso podamos limitarnos a la anticipación de fondos, la concesión de créditos o préstamos y a la prestación de garantías. Parece, por tanto, que el legislador se refirió a estos tres supuestos en concreto (la anticipación de fondos, la concesión de créditos o préstamos y la prestación de garantías) por ser los mismos los más frecuentes, si bien reiteramos que nos encontramos ante una clausula general no exhaustiva⁷².

Por otro lado, al dejar abiertos los supuestos que caben dentro de la prohibición, parece que el legislador ha tratado de evitar la utilización de diferentes mecanismos de ingeniería financiera o societaria, entendida como tal “la instrumentalización y manipulación de las sociedades de capital como vehículos para fines ajenos a aquellos que se supone justifican el derecho de sociedades”⁷³, para salvar y eludir la prohibición de asistencia financiera, y, por tanto, otorgar al

⁷¹ GRIMA FERRADA, J. 2013. Seguridad jurídica, inversión y compraventa apalancada de empresas. Artículos de opinión: Cuatrecasas, Gonçalves Pereira, [en línea], núm. 022 marzo, [Consulta: 6 de diciembre de 2016]. Disponible en http://www.cuatrecasas.com/es/actualidad/0/seguridad_juridica,_inversion_y_compraventa.html

⁷² MARTÍ MOYA, V. 2010. El merger leveraged buy-out o fusión apalancada a la luz de la ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. Revista de Derecho Mercantil, [en línea], núm. 276/2010, pág. 3. [Consulta: 4 de octubre de 2016]. ISSN: 0210-0797. Disponible en BIB 2010\7473.

⁷³ GONZÁLEZ-MENESES, M.; ÁLVAREZ, S. 2014. *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*. 2ª ed. Madrid: Dykinson, pág. 19.

sistema de mayor protección y combatir el fraude de ley, aunque ello se pueda traducir en una disminución de la seguridad jurídica⁷⁴.

Así pues, a estos efectos, se entiende por asistencia financiera “cualquier operación o negocio sobre las propias acciones o participaciones que implique responsabilidad patrimonial de una sociedad por la deuda contraída por un tercero con motivo de su adquisición. Esto es, que la sociedad realice un acto cuya función sea la de financiar la adquisición por parte de un tercero, asumiendo con ello algún coste, real o potencial, de la misma”⁷⁵. Por tanto, la asistencia financiera es una operación de naturaleza económica, mediante la cual una sociedad, en el caso de las fusiones apalancadas la sociedad *target*, asume una deuda que en realidad ha sido contraída por un tercero, la sociedad adquiriente, para su propia adquisición por parte de ese tercero.

En consecuencia, podría resumirse, de forma muy superficial y desde un punto de vista objetivo, que la norma, mediante la prohibición de asistencia financiera contenida en los artículos 143 y 150 de la LSC, pretende “impedir que mediante cualquier negocio o actuación, se vincule al patrimonio o a los recursos en general de la *target* con la operación de compra de sus acciones, y con su coste, sus gastos, sus necesidades de liquidez o con sus consecuencias económicas en general”⁷⁶.

En virtud de todo lo anterior, parece claro que la prohibición de asistencia financiera por el ordenamiento jurídico se fundamenta en el riesgo que las operaciones de compra o fusión apalancada revisten, a razón de que se puede poner en jaque la solvencia y la integridad de la *target* en el proceso de amortización de la deuda contraída por la sociedad adquiriente, pudiendo causar numerosos

⁷⁴ PALOMERO BENAZARREF, A.; SANZ BAYÓN, P. 2013. Alcance de la prohibición de la asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas. *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil*, [en línea], núm. 3/2013, pág. 78. [Consulta: 25 de octubre de 2016]. ISSN: 2174-1840. Disponible en BIB 2013\1033.

⁷⁵ PALOMERO BENAZARREF, A.; SANZ BAYÓN, P. 2013. Alcance de la prohibición de la asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas. *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil*, [en línea], núm. 3/2013, pág. 70. [Consulta: 25 de octubre de 2016]. ISSN: 2174-1840. Disponible en BIB 2013\1033.

⁷⁶ LÓPEZ MATEO, M.A. 2009. Asistencia financiera: análisis y crítica del derecho vigente. Ley 3/2009. *Revista de Derecho Mercantil*, [en línea], núm. 272/2009, pág. 21. [Consulta: 5 de diciembre de 2016]. ISSN 0210-0797. Disponible en BIB 2009\8380.

perjuicios a los acreedores y socios, todo ello, en consecuencia de la desviación de parte de sus fondos, flujo de caja, dividendos, e incluso patrimonio, a una finalidad diferente de la de su objeto social.

Por otro lado, algunos autores han fundamentado, asimismo, la norma prohibitiva, en su obstaculización para que, mediante actos de asistencia financiera, se pueda manipular el mercado bursátil con fines especulativos⁷⁷.

Así pues, en relación a la licitud de las fusiones apalancadas, y tal y como se ha dispuesto a lo largo del presente documento, con anterioridad a la entrada en vigor de la LME, existían diversas posiciones en relación a la vinculación de asistencia financiera y fusiones apalancadas.

En primer lugar, algunos autores consideraban que las fusiones apalancadas en ningún caso incurrían en la prohibición de asistencia financiera, puesto que la deuda había sido otorgada, inicialmente, a favor de una sociedad distinta de la adquirida. Así, mediante la fusión apalancada se podría, salvar la prohibición de asistencia financiera. Ello es debido a que la adquisición si bien garantizada por la *target*, no se realiza con sus fondos, sino con los de la sociedad adquirente, que como se ha expuesto con anterioridad normalmente es una *NewCo*, a quién la entidad financiera ha concedido el capital suficiente para financiar la compra⁷⁸. No obstante, esta posición es según algunos autores excesivamente simplificadora, puesto que, si lo que se tuviese en cuenta fuese el momento de la prestación de la asistencia financiera, la prohibición sería muy sencilla de eludir. En este sentido, lo que se debería tener en cuenta, por tanto, es que la sociedad *target* compromete su patrimonio en la financiación de su propia adquisición, tal y como sucede en las fusiones apalancadas, a pesar de que inicialmente la financiación es concedida a un tercero.

⁷⁷ PALOMERO BENAZARREF, A.; SANZ BAYÓN, P. 2013. Alcance de la prohibición de la asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas. *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil*, [en línea], núm. 3/2013, pág. 75. [Consulta: 25 de octubre de 2016]. ISSN: 2174-1840. Disponible en BIB 2013\1033.

⁷⁸ PALOMERO BENAZARREF, A.; SANZ BAYÓN, P. 2013. Alcance de la prohibición de la asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas. *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil*, [en línea], núm. 3/2013, pág. 83. [Consulta: 25 de octubre de 2016]. ISSN: 2174-1840. Disponible en BIB 2013\1033.

Por otro lado, la tesis mayoritaria entre la doctrina, consistía en que, si bien una operación de MLBO puede encuadrarse dentro del concepto de asistencia financiera, éste último no es aplicable, dado que el procedimiento propio de las fusiones ya contaba con unas garantías específicas para garantizar los intereses en juego⁷⁹. En este sentido se pronunciaron, asimismo, los Tribunales, estableciendo que el procedimiento de fusión ya cuenta con unas garantías específicas para socios y acreedores, sin que, por tanto, fuese aplicable la prohibición de asistencia financiera⁸⁰.

Posteriormente, con la entrada en vigor de la LME, parece confirmarse la posibilidad de llevar a cabo fusiones apalancadas sin que ello suponga, *per se*, un incumplimiento de la prohibición de asistencia financiera; esto es, sin que la norma prejuzgue si las fusiones apalancadas incurren o no en la prohibición de asistencia financiera. Así, para dilucidar la legalidad de una fusión apalancada, habremos de tener en cuenta diversos factores, pero, en síntesis, ésta deberá poder garantizar suficientemente los intereses jurídicos en juego.

No obstante lo anterior, continúa siendo especialmente relevante y polémica la referencia a la asistencia financiera; ya no sólo por el pronunciamiento obligatorio del experto a este respecto y tratado con anterioridad, sino en relación a qué podemos entender como asistencia financiera y por tanto como operación de fusión apalancada prohibida, y en qué casos la misma está permitida.

Ello es en gran parte a razón de que, tal y como indicado anteriormente, la operación de fusión apalancada, supone que, una vez llevada a cabo la fusión, la sociedad adquirida o *target* va a soportar la deuda generada por su propia adquisición, por lo que existirá en todo caso asistencia financiera, siempre que se entienda o interprete esta última figura en sentido amplio. Lo anterior implicaría, por tanto, que en toda fusión apalancada se incurriría en la prohibición de asistencia financiera, y estaríamos ante lo que parecería una norma suicida, habilitando una posibilidad visada, no obstante, al fracaso. Así pues, no podemos entender que la

⁷⁹ GONZÁLEZ-MENESES, M.; ÁLVAREZ, S. 2014. *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*. 2ª ed. Madrid: Dykinson, págs. 245-246.

⁸⁰ Auto de la Audiencia Provincial de Madrid de 9 de enero de 2007.

finalidad del legislador fuese la de habilitar e inhabilitar las fusiones apalancadas en un mismo precepto, declarando su legalidad bajo una serie de premisas, sin que una de esas premisas pudiese, en ningún caso, efectuarse, ya que si no, las fusiones apalancadas hubiesen sido, entonces, directamente prohibidas⁸¹. Carece, pues, de sentido, a nuestro parecer, la consideración de que todas las fusiones apalancadas implican asistencia financiera⁸², ya que entendemos, tal y como indicado anteriormente, que la inclusión expresa del artículo 35 de la LME y el tratamiento de las fusiones apalancadas da implícitamente cobertura a las mismas, al prever una serie de garantías que no serían necesarias si la operación estuviera prohibida⁸³.

Una posible vía interpretativa de la referencia del artículo 35 de la LME a la asistencia financiera podría ser la vía del fraude de ley. En este sentido, pese a que las fusiones apalancadas no incurren por sí solas en la prohibición de asistencia financiera, sí que permiten “alcanzar los mismos resultados que norma pretende evitar: el pago por la sociedad de sus propias acciones”⁸⁴. Es por ello que debe de haber una razón de fondo distinta que justifique la fusión apalancada, que, por tanto, en ningún caso puede coincidir con la finalidad de sortear la prohibición de asistencia financiera únicamente como instrumento de integración patrimonial. Así pues, en caso de que se probase que la finalidad de la fusión apalancada fuese la de eludir la prohibición de asistencia financiera, entonces, nos encontraríamos ante un supuesto de fraude de ley y por tanto la operación no sería válida.

Parece, por tanto, que uno de los elementos principales a tener en cuenta en relación a la asistencia financiera en las fusiones apalancadas reside en si esa asistencia, que deriva del pago de la *target* de la deuda, ha sido la causa o razón de la adquisición. Se debe tener en cuenta, pues, a la hora de valorar si la operación

⁸¹ GONZÁLEZ-MENESES, M.; ÁLVAREZ, S. 2014. *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*. 2ª ed. Madrid: Dykinson, pág. 263.

⁸² MARTÍ MOYA, V. 2010. El merger leveraged buy-out o fusión apalancada a la luz de la ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. *Revista de Derecho Mercantil*, [en línea], núm. 276/2010, pág. 4. [Consulta: 4 de octubre de 2016]. ISSN: 0210-0797. Disponible en BIB 2010\7473.

⁸³ FALCÓN Y TELLA, R. 2014. Tratamiento fiscal de las fusiones posteriores a una adquisición apalancada (leveraged buyout): SAN 16 octubre 2013. *Revista Quincena Fiscal*, [en línea], núm. 3/2014, pág. 2. [Consulta: 5 de octubre de 2016]. ISSN: 1132-8576. Disponible en BIB 2014\428.

⁸⁴ MARTÍ MOYA, V. 2010. El merger leveraged buy-out o fusión apalancada a la luz de la ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. *Revista de Derecho Mercantil*, [en línea], núm. 276/2010, pág. 4. [Consulta: 4 de octubre de 2016]. ISSN: 0210-0797. Disponible en BIB 2010\7473.

está incurriendo en la prohibición de asistencia financiera, “la función pretendida de la asistencia, de recurso o de apoyo financiero que quiera darse a una operación en concreto, sea la que sea (siempre que no esté cubierta por una excepción legalmente prevista)”⁸⁵. Es, en consecuencia, de especial relevancia e incluso determinante, que la razón de la asistencia financiera diste de la razón de la adquisición, tal y como se refleja en el ya mencionado Auto de la Audiencia Provincial de Madrid de 9 de enero de 2007⁸⁶.

No obstante, esa causalidad no será una regla absoluta ni mucho menos, sino que habrá ocasiones en las que la transcendencia sobre la incursión, o no, en la prohibición de asistencia financiera, dependerá de otros factores, tales, como, a modo ejemplificativo, que alguna de las sociedades intervinientes, ya sea la adquirente o la adquirida, tengan reservas disponibles que cubran el importe de la financiación.

En este sentido, será de especial relevancia, la capacidad de la *target* para garantizar la deuda contraída por la sociedad adquirente, sin que exista, por tanto, asistencia financiera cuando la *target* genere suficiente flujo de caja para la satisfacción de la deuda y sin que sea, por tanto, necesario llevar a cabo un desmantelamiento patrimonial para cumplir con la misma. Así pues, es, asimismo, esencial para la legalidad de estas operaciones, que el endeudamiento de la *target* sea posible, razonable y equilibrado, y no predatorio, esto es, con el mero fin de utilizar la deuda para sufragar el coste de la operación, sin que exista, en realidad, ningún proyecto empresarial, en cuyo caso nos encontraremos ante una operación ilícita⁸⁷.

En conclusión, para dilucidar si nos encontramos ante un supuesto de prohibición de asistencia financiera en una fusión apalancada, se deberá analizar

⁸⁵ LÓPEZ MATEO, M.A. 2009. Asistencia financiera: análisis y crítica del derecho vigente. Ley 3/2009. *Revista de Derecho Mercantil*, [en línea], núm. 272/2009, pág. 21. [Consulta: 5 de diciembre de 2016]. ISSN 0210-0797. Disponible en BIB 2009\8380.

⁸⁶ GONZÁLEZ-MENESES, M.; ÁLVAREZ, S. 2014. *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*. 2ª ed. Madrid: Dykinson, pág. 247.

⁸⁷ MARTÍ MOYA, V. 2010. El merger leveraged buy-out o fusión apalancada a la luz de la ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. *Revista de Derecho Mercantil*, [en línea], núm. 276/2010, pág. 5-9. [Consulta: 4 de octubre de 2016]. ISSN: 0210-0797. Disponible en BIB 2010\7473.

cada caso de manera unitaria, y tratar de averiguar si la fusión posterior a la LBO tiene fines fraudulentos, así como tener en consideración la viabilidad del plan de retorno de la deuda, sin que, en ningún caso, se pueda prejuzgar la existencia o no de asistencia financiera.

5. Breve referencia a la neutralidad fiscal en las fusiones apalancadas

Es reciente, del año 2015, la modificación normativa de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades (en adelante, “LIS”), en virtud de la cual el régimen especial de neutralidad fiscal se configura como el régimen general a aplicar para las operaciones de reestructuración, pudiendo, por tanto, las fusiones apalancadas, comprenderse dentro de éste régimen.

Así, una de las ventajas que revisten las fusiones apalancadas, es que permiten a la sociedad adquirida rebajar “significativamente su carga fiscal, al deducir como gasto los intereses satisfechos por los préstamos y la amortización del fondo de comercio financiero que se pone de manifiesto en la fusión”⁸⁸.

En relación a la cuestión fiscal de las fusiones apalancadas, cabe destacar que “las autoridades fiscales han cuestionado de manera reiterada la motivación económica de la operación de fusión denegando, en consecuencia, la aplicación del régimen especial de neutralidad fiscal”⁸⁹. En este sentido, este tipo de operaciones se rigen, generalmente, por el régimen especial de neutralidad fiscal, ahorrándose de esta manera, parte de los costes derivados de la fusión, si bien, para ello es preciso que exista una motivación económica válida, diferente, por supuesto, al ahorro de costes mediante la elusión de impuestos. No obstante, la aplicación del régimen especial de neutralidad fiscal a las fusiones apalancadas puede, en ciertas ocasiones, derivarse de “comportamientos abusivos que lleven a las sociedades

⁸⁸ FALCÓN Y TELLA, R. 2014. Tratamiento fiscal de las fusiones posteriores a una adquisición apalancada (leveraged buyout): SAN 16 octubre 2013. Revista Quincena Fiscal, [en línea], núm. 3/2014, pág. 1. [Consulta: 5 de octubre de 2016]. ISSN: 1132-8576. Disponible en BIB 2014\428.

⁸⁹ DOCE, S.; NADAL, G. 2013. ¿Es viable la neutralidad fiscal en las fusiones apalancadas? Actualidad Jurídica Aranzadi, [en línea], núm. 865/2013, pág. 2. [Consulta: 1 de noviembre de 2016]. ISSN: 1132-0257. Disponible en BIB 2013\1394.

intervinientes a beneficiarse fiscalmente con la mera voluntad de ello”⁹⁰, desembocando, por tanto, en una situación antijurídica.

Es por tanto necesario, que la operación de fusión apalancada responda a motivos económicos válidos, correspondiendo la prueba de los mismos al sujeto pasivo, que es quien pretende hacer valer su derecho al mencionado régimen especial de neutralidad fiscal⁹¹. Así pues, para evitar que se declare fraude de ley en la operación, se debe acreditar razonadamente la existencia de esos motivos. Esto es, la motivación económica válida implica que deben existir argumentos de peso a favor de la fusión.

La doctrina del Tribunal Supremo, en la misma línea de lo expuesto en el párrafo anterior, ha dispuesto que la operación prohibida consiste, pues, en que se cree intencionadamente una sociedad como mero vehículo o instrumental, sin que ésta tenga actividad económica alguna, y cuya finalidad sea únicamente la de permitir a la sociedad acogerse al régimen especial de neutralidad fiscal⁹². En sus propias palabras: “las fusiones apalancadas pueden perseguir objetivos diversos, no solamente fiscales, como, por ejemplo, facilitar la reorganización empresarial; mejorar la gestión del capital empresarial, evitando la sobrecapitalización, o armonizar los intereses de la propiedad y la gestión. Deben examinarse pues, caso por caso, cuáles son los objetivos designios perseguidos por la operación para determinar si los fiscales son los preponderantes, puesto que sólo si se llega a esa convicción podrá concluirse que la fusión apalancada no se realizó por motivos económicos válidos”⁹³.

No bastaría, ni se debería aceptar de conformidad con las sentencias mencionadas, que se apoyan, a su vez, en la doctrina del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, la justificación de ahorro de costes como motivación económica

⁹⁰ GIMENO RIBES, M. 2013. Fraude fiscal y fraude mercantil en el merger leveraged buy-out. Revista de Derecho Bancario y Bursátil, [en línea], núm. 130/2013, págs. 9-10. [Consulta: 25 de octubre de 2016]. ISSN: 0211-6138. Disponible en BIB 2013\14445.

⁹¹ Sentencia del Tribunal Supremo, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 2ª, de 28 de junio de 2013.

⁹² Sentencia del Tribunal Supremo, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 2ª, de 24 de febrero de 2016.

⁹³ Sentencia del Tribunal Supremo, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 2ª, de 25 abril de 2013.

valida. En este sentido, normalmente cualquier operación de fusión por absorción implica una reducción de costes, dado que ésta última, conlleva, por definición, una simplificación de la estructura del grupo y, en consecuencia, una reducción de costes. Por tanto, si se aceptase como motivación económica válida el ahorro de costes, ello implicaría que no podría denegarse nunca la aplicación del régimen especial de neutralidad fiscal en este tipo de operaciones⁹⁴.

En consecuencia, la jurisprudencia parece apuntar a la conclusión de que los particulares interesados deben probar en cada caso la inexistencia de voluntad de fraude o evasión fiscal, y en caso de que no prueben la existencia de motivos económicos válidos, se considerará que no es aplicable el régimen de neutralidad fiscal y que por tanto se ha incurrido en fraude fiscal⁹⁵.

Todo lo anterior resulta en que, en la actualidad, el régimen especial de neutralidad fiscal se aplica con un criterio restrictivo. Sin embargo, para algunos autores, ese criterio restrictivo no se justifica, ya que la fusión debe analizarse en perspectiva junto con la LBO que se ha llevado a cabo previamente, dado que si hay motivos económicos para esa adquisición, el apalancamiento se justifica por sí solo, ya que implica la necesidad de menos capital⁹⁶.

En conclusión, el régimen especial de neutralidad fiscal se aplicará a aquellas operaciones en las que se pruebe la existencia motivos económicos válidos, que en todo caso deberán tener una finalidad diferente al mero ahorro fiscal o simplificación administrativa inherente a todo tipo de fusiones. Se debe, por tanto, respetar en todo caso la cláusula antiabuso preceptuada en la LIS, que se aplicará cuando se considere que existe un ánimo de defraudar o evadir, perdiendo, por tanto, la sociedad que había tratado de acogerse al régimen especial de neutralidad fiscal,

⁹⁴ FALCÓN Y TELLA, R. 2014. Tratamiento fiscal de las fusiones posteriores a una adquisición apalancada (leveraged buyout): SAN 16 octubre 2013. Revista Quincena Fiscal, [en línea], núm. 3/2014, pág. 3. [Consulta: 5 de octubre de 2016]. ISSN: 1132-8576. Disponible en BIB 2014\428.

⁹⁵ GIMENO RIBES, M. 2013. Fraude fiscal y fraude mercantil en el merger leveraged buy-out. Revista de Derecho Bancario y Bursátil, [en línea], núm. 130/2013, pág. 7. [Consulta: 25 de octubre de 2016]. ISSN: 0211-6138. Disponible en BIB 2013\14445.

⁹⁶ FALCÓN Y TELLA, R. 2014. Tratamiento fiscal de las fusiones posteriores a una adquisición apalancada (leveraged buyout): SAN 16 octubre 2013. Revista Quincena Fiscal, [en línea], núm. 3/2014, pág. 3. [Consulta: 5 de octubre de 2016]. ISSN: 1132-8576. Disponible en BIB 2014\428.

cualquier privilegio resultante del mismo. En tal caso, se aplicará, en consecuencia, el régimen general⁹⁷.

⁹⁷ GIMENO RIBES, M. 2013. Fraude fiscal y fraude mercantil en el merger leveraged buy-out. Revista de Derecho Bancario y Bursátil, [en línea], núm. 130/2013, pág. 11. [Consulta: 25 de octubre de 2016]. ISSN: 0211-6138. Disponible en BIB 2013\14445.

CONCLUSIONES

La tendencia de la Unión Europea, así como la española – si bien ésta última en menor medida –, en relación a las fusiones apalancadas parece continuar inclinándose hacia un sistema en el que las garantías de los interesados se vean reforzadas, intensificándose especialmente en lo relativo al derecho u obligación de información. Asimismo, parece que el ordenamiento jurídico va a tender a ir aumentando la incidencia de la responsabilidad de los administradores y haciendo hincapié en la importancia de que la operación no suponga una amenaza para la integridad de la *target* o sociedad adquirida. Todo ello, como métodos de protección a favor de la *target* frente a posibles actos predatorios, así como medida preventiva de operaciones que puedan desembocar en el desmantelamiento o en la insolvencia de la sociedad adquirida, en perjuicio de sus socios y acreedores, así como, por supuesto, en perjuicio de la propia *target*.

No obstante, de lo anterior no debe desprenderse que, en todo caso, las fusiones apalancadas conllevan efectos perjudiciales. Al contrario, y como ya se ha indicado con anterioridad, las ventajas que ofrecen las fusiones apalancadas, son numerosas. Así, una fusión entre la sociedad adquiriente y la *target* tras una LBO, supone una simplificación administrativa significativa, así como de las obligaciones fiscales y mercantiles, entre otras, pudiendo, de esta manera, las sociedades fusionadas reducir costes tanto internos, como externos.

El artículo 35 de la LME ha venido, mediante las fusiones apalancadas, a introducir en nuestro ordenamiento jurídico una salvaguardia a la prohibición de asistencia financiera preceptuada en los artículos 143 y 150 de la LSC, terminando, pues, con el debate previo a este respecto, todo ello sin perjuicio de aquellas otras ocasiones en las que norma autoriza expresamente la asistencia financiera, y que se han expuesto en el apartado II.2 anterior.

Pese a la aclaración introducida, el artículo 35 de la LME ha suscitado, no obstante, desde su entrada en vigor, numerosos debates y controversias en cuanto a su redacción e interpretación, tal y como se ha expuesto a lo largo del presente trabajo.

En cualquier caso, en relación a la licitud de las fusiones apalancadas, podríamos concluir que la misma depende de varias premisas. En primer lugar, es necesario que se cumplan tanto los requisitos procedimentales de las fusiones en general, como los específicos de las fusiones apalancadas, contenidos en el artículo 35 de la LME, con la información reforzada que éstos últimos conllevan. Por otro lado, parece que la asistencia financiera en las fusiones apalancadas podrá ampararse de dos maneras: cuando los fines y motivos de la operación sean válidos y en ningún caso fraudulentos, o bien cuando el plan de devolución de la deuda sea viable y no genere un riesgo excesivo para la *target*. De ello se deduce, en consecuencia, que la asistencia financiera no se puede prejuzgar, y deber ser analizada casuísticamente.

En conclusión, pese a la intención del legislador de terminar con la polémica que giraba en torno a las fusiones apalancadas, no se consigue, ni mucho menos, acabar con la incertidumbre y la inseguridad jurídica que las rodeaba. Así pues, la LME, y, en concreto para el caso que nos ocupa, el artículo 35 de dicho cuerpo legal, adolece de demasiadas indeterminaciones que dejan varias vías abiertas a la interpretación. Se hace por tanto, necesario, modificar la norma de tal manera que otorgue la seguridad que este tipo de operaciones, que revisten una enorme complejidad, requiere.

BIBLIOGRAFÍA

A) Doctrina

- ALEMANY GIL, L. 2008. Análisis de las mayores compras apalancadas (LBOs) en España, 2005-2007. *Boletín de Actualidad del Mercado Español de Capital Riesgo*, [en línea], núm. 2/2008, págs. 71-83. [Consulta: 18 de octubre de 2016]. ISSN: 1698-997X. Disponible en <http://www.recari.es/articulostemas.php?tem=20>
- DOCE, S.; NADAL, G. 2013. ¿Es viable la neutralidad fiscal en las fusiones apalancadas? *Actualidad Jurídica Aranzadi*, [en línea], núm. 865/2013, págs. 1-6. [Consulta: 1 de noviembre de 2016]. ISSN: 1132-0257. Disponible en BIB 2013\1394.
- FALCÓN Y TELLA, R. 2014. Tratamiento fiscal de las fusiones posteriores a una adquisición apalancada (leveraged buyout): SAN 16 octubre 2013. *Revista Quincena Fiscal*, [en línea], núm. 3/2014, págs. 9-15. [Consulta: 5 de octubre de 2016]. ISSN: 1132-8576. Disponible en BIB 2014\428.
- GIMENO RIBES, M. 2013. Fraude fiscal y fraude mercantil en el merger leveraged buy-out. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, [en línea], núm. 130/2013, págs. 111-145. [Consulta: 25 de octubre de 2016]. ISSN: 0211-6138. Disponible en BIB 2013\14445.
- GONZÁLEZ-MENESES, M.; ÁLVAREZ, S. 2014. *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*. 2ª ed. Madrid: Dykinson.
- GRIMA FERRADA, J. 2013. Seguridad jurídica, inversión y compraventa apalancada de empresas. *Artículos de opinión: Cuatrecasas, Gonçalves Pereira*, [en línea], núm. 022 marzo, [Consulta: 6 de diciembre de 2016]. Disponible en http://www.cuatrecasas.com/es/actualidad/0/seguridad_juridica,_inversion_y_compraventa.html
- LEÓN SANZ, F.J. 2013. La reestructuración empresarial como solución de la insolvencia. *Anuario de Derecho Concursal*, [en línea], núm. 30/2013, págs. 75-98. [Consulta: 21 de octubre de 2016]. ISSN: 1698-997X. Disponible en BIB 2013\1716.
- LÓPEZ MATEO, M.A. 2009. Asistencia financiera: análisis y crítica del derecho vigente. Ley 3/2009. *Revista de Derecho Mercantil*, [en línea], núm. 272/2009, págs. 541-618. [Consulta: 5 de diciembre de 2016]. ISSN 0210-0797. Disponible en BIB 2009\8380.
- MARTÍ MOYA, V. 2010. El merger leveraged buy-out o fusión apalancada a la luz de la ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. *Revista de Derecho Mercantil*, [en línea], núm. 276/2010, págs. 607-644. [Consulta: 4 de octubre de 2016]. ISSN: 0210-0797. Disponible en BIB 2010\7473.

- PALOMERO BENAZARREF, A.; SANZ BAYÓN, P. 2013. Alcance de la prohibición de la asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas. *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil*, [en línea], núm. 3/2013, págs. 69-104. [Consulta: 25 de octubre de 2016]. ISSN: 2174-1840. Disponible en BIB 2013\1033.
- RONCERO SÁNCHEZ, A. 2010. Ámbito de la exigencia del informe de expertos independientes en caso de fusiones posteriores a adquisiciones apalancadas. *Revista de Derecho de Sociedades*, [en línea], núm. 35/2010, págs. 257-265. [Consulta: 21 de octubre de 2016]. ISSN: 1134-7686. Disponible en http://www.elderecho.com/tribuna/mercantil/exigencia-independientes-posteriores-adquisiciones-apalancadas_11_158680001.html
- SÁNCHEZ CALERO, J.; FERNÁNDEZ TORRES, I. 2011. Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (oportunidades y acierto del art. 35 LME). *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense*, [en línea], núm. 38/2011, págs. 1-49. [Consulta: 10 de octubre de 2016]. Disponible en <http://eprints.ucm.es/12628/>
- VILATA MENADAS, S. Operaciones de reestructuración societaria ante la crisis empresarial. Las modificaciones estructurales. En: MUÑOZ PAREDES (ed.) y PRENDES CARRIL (ed.) *Tratado Judicial de la Insolvencia*, [en línea]. Editorial Aranzadi, S.A.U., vol. I, págs. 159-189. Disponible en: BIB 2012\22143.
- VIVES RUIZ, F.; TAPIAS MONNÉ, A. 2013. La Ley de Modificaciones Estructurales. Una norma técnicamente fallida. *Indret: Revista para el Análisis del Derecho*, [en línea], núm. 4/2013, págs. 1-49. [Consulta: 1 de octubre de 2016]. ISSN-e 1698-739X. Disponible en <http://www.indret.com/es/index.php>
- YUSTE, G. 2009. El impacto de la Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles en la financiación de adquisiciones apalancadas. *Revista Española de Capital Riesgo*, [en línea], núm. 4/2009, págs. 33-49, [Consulta: 21 de octubre de 2016]. ISSN: 1887-2697. Disponible en <http://www.araozyrueda.com/es/profesionales/guillermo-yuste/publicaciones/financiacion-de-adquisiciones-apalancadas>
- Modificaciones estructurales de las sociedades: Escisión. Documento Aranzadi, [en línea], núm. 2016\1055, págs. 1-7. [Consulta: 2 de octubre de 2016]. Disponible en www.aranzadidigital.es
- Modificaciones estructurales de las sociedades: Fusión. Documento Aranzadi, [en línea], núm. 2016\1054, págs. 1-10. [Consulta: 2 de octubre de 2016]. Disponible en www.aranzadidigital.es

B) Jurisprudencia

- España. Tribunal Supremo (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 2ª). Sentencia núm. 948/2014 de 24 de febrero de 2016.
- España. Tribunal Supremo (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 2ª). Sentencia relativa al Recurso de casación núm. 414/2016 de 28 de junio de 2013.
- España. Tribunal Supremo (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 2ª). Sentencia relativa al Recurso de casación núm. 5431/2010 de 25 de abril de 2013.
- España. Audiencia Nacional. Sentencia relativa al Recurso contencioso-administrativo núm. 336/2007 de 23 de diciembre de 2010.
- España. Audiencia Nacional. Auto relativo al Recurso de Apelación núm. 497/2006 de 9 de enero de 2007.