

# La asistencia financiera en las operaciones de LBO

## El nuevo artículo 35 de la Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles

En la estructura típica de un LBO una sociedad es adquirida por otra –ordinariamente, una sociedad vehículo-, que se endeuda para re-  
alizar tal adquisición, y se obliga a utilizar los activos de la adquirida para repagar aquella deuda. El supuesto, así formulado, encaja en la prohibición de asistencia del art. 81 de la Ley de Sociedades Anónimas (LSA).

La fusión posterior entre vehículo y adquirida (pero anterior al inicio del repago) se considera, en nuestra doctrina y en los pocos precedentes jurisprudenciales existentes, como procedimiento idóneo para evitar la aplicación del art. 81 LSA, en el entendido de que la fusión protege ya suficientemente los intereses de las partes afectadas (socios y terceros) por una operación de asistencia. Debe tenerse en cuenta que el legislador español no ha incorporado la posibilidad de autorizar operaciones de asistencia financiera, como permitía la reforma de la Segunda Directiva comunitaria.

a) Los socios cuentan con el correcto cálculo del tipo de canje, que tendrá en cuenta el nivel de endeudamiento de la absorbente, las obligaciones de información que pesan sobre los administradores, la actuación correcta de los expertos independientes y, en su caso, los procedimientos de impugnación del correspondiente acuerdo.

b) Los acreedores pueden oponerse a la operación en el plazo de un mes, e impedirla en tanto sus créditos, anteriores a la publicación del último anuncio del acuerdo de la Junta general. Aunque no se ejercite con frecuencia en la práctica, el poder de injerencia de los acreedores es realmente extraordinario, puesto que la fusión no podrá tener lugar en tanto no sean suficientemente garantizados sus créditos (cfr. art. 44 LME). Quien ha dispuesto de la información suficiente y ha contado con el poder de paralizar la operación no puede posteriormente alegar perjuicio.

“ El art. 35 de la reciente Ley 3/2009 ha regulado las fusiones que se realizan en el marco de un LBO y, aunque hay quien sostiene lo contrario, en nuestra opinión ha venido a ratificar la interpretación apuntada de que la fusión evita la aplicación del artículo 81 LSA. ”

El art. 35 de la reciente Ley 3/2009 ha regulado las fusiones que se realizan en el marco de un LBO y, aunque hay quien sostiene lo contrario, en nuestra opinión ha venido a ratificar la interpretación apuntada de que la fusión evita la aplicación del artículo 81 LSA.

Según el art. 35, en los supuestos de fusión entre dos o más sociedades, si alguna de ellas hubiera contraído deudas en los tres años anteriores para adquirir el control de otra que participe en la 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) 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) El informe de los administradores sobre el proyecto de fusión debe indicar las razones que hubieran justificado la adquisición del control o de los activos y que justifiquen, en su caso, la operación de fusión y contener un plan económico y financiero, con expresión de los recursos y la descripción de los objetivos que se pretenden conseguir; y 3) 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”.

Los problemas de interpretación han surgido como consecuencia de la introducción en fase de tramitación parlamentaria del (desafortunado) inciso referido a la asistencia financiera en el punto 3. Hay quien ha sostenido que el propósito de dicho inciso es que los expertos diferencien las fusiones en las que haya asistencia, que estarían prohibidas por el art. 81 LSA, de aquellas en que no lo haya. Pero al margen de lo que diga ese punto 3, los puntos 1 y 2 y en general el resto del contenido del artículo, ya contemplan supuestos que, económicamente, son equiparables a los previstos por la prohibición de asistencia financiera (¿acaso la sociedad resultante no responde con todo su patrimonio, incluyendo los activos que eran de la adquirida, de la deuda de la adquisición?), con lo que el propósito del inciso no puede ser éste. Que haya o no asistencia financiera y que la fusión esté o no prohibida no puede depender de que lo digan los expertos en su informe. De hecho, en el sentido económico apuntado, se producirá con frecuencia. Así, el legislador presupone que, fusiones que se llevan a cabo en ese periodo de tres años encerrarán normalmente un supuesto de asistencia financiera (vinculación de los activos de la sociedad adquirida a la devolución del

préstamo) y lo que quiere es, imponiendo en ellas unos requisitos cualificados de información, que su existencia sea conocida, para que los titulares de los intereses comprometidos activen así, de forma informada, los mecanismos de protección arriba descritos. Ése es, en nuestra opinión, el único propósito del inciso. Al contemplar de forma expresa su existencia sin sancionarla, debe entenderse que el legislador está aceptando y confirmando la licitud de la asistencia financiera que resulte de las fusiones que se producen en el contexto de un LBO.

Dicho lo anterior, no podemos obviar que cabe otra posible interpretación para dar sentido a la norma. Y es que no siempre que los activos de la sociedad resultante de la fusión, incluso los que eran originarios de la adquirida, queden expuestos a la responsabilidad

“ La norma legitima las fusiones contempladas en ella y su propósito es simplemente el de aumentar la transparencia y la información y reforzar así la protección que ya ofrece el propio proceso de fusión a minoritarios y acreedores. ”

resultante de la deuda de la adquisición, se producirá un supuesto de asistencia financiera equiparable al que la ley prohíbe con carácter general. Para que haya asistencia financiera prohibida lo relevante es que la adquisición sea la finalidad perseguida con el negocio de asistencia financiera. Por tanto, no habrá asistencia financiera prohibida si hay otros motivos que justifican causalmente la fusión distintos al de facilitar la adquisición. Así, puede sostenerse que el legislador

se ha hecho eco de esa interpretación finalista del concepto de asistencia financiera y, por tanto, que lo que tendrían que analizar los expertos para declarar en su informe si hay asistencia (y entenderla prohibida) o no, es la existencia o no de esos otros motivos detrás la fusión.

Nos parece excesivo (por no decir imposible), sin embargo, exigir a los expertos semejante análisis de intenciones para dar sentido a la norma. Parece más razonable (y si se quiere proteccionista, pues ello presupone una noción más amplia del concepto de asistencia

financiera) entender simplemente, como se apuntaba más arriba, que la norma legitima las fusiones contempladas en ella, incluso las que comporten asistencia financiera, y que su propósito es simplemente el de aumentar la transparencia y la información y reforzar así la protección que ya ofrece el propio proceso de fusión a minoritarios y, sobre todo, como revela el hecho de que el informe de expertos independientes se exija incluso cuando exista acuerdo unánime de los accionistas -art. 35 Ley 3/2009 in fine-, a acreedores. En caso contrario, no se entendería el sentido último del artículo 35: ¿acaso se desea restringir, limitar, aumentar el control sobre operaciones que ya están prohibidas por otras normas? No obstante, mientras los tribunales o el legislador aclaran el contenido del artículo 35 excepcionando las fusiones contempladas en él del ámbito de aplicación de los artículos 81 LSA y 40 LSRL, que es lo que procede lege ferenda, lo cierto es que existe el riesgo de que el artículo se interprete de la manera apuntada en el párrafo anterior y, por tanto, de que las operaciones de LBO queden expuestas a un test de validez en todos los casos.

Habrà que tener en cuenta ese riesgo en el diseño de las operaciones, si bien es cierto que ante ese test existirán normalmente razones suficientes que permitan defender la legalidad de las estructuras típicas de los LBO. En particular, que en estas operaciones no hay una asistencia necesaria para llevar a cabo la adquisición, ni siquiera una que la facilita, presupuesto necesario para que pueda hablarse de asistencia financiera prohibida. Los financiadores que aportan los fondos para llevar a cabo la adquisición lo hacen aunque esa asistencia no exista. Por tanto, al tiempo de la adquisición es irrelevante que exista o no asistencia, pues ya se habrá obtenido la financiación necesaria para llevarla a cabo. En esos términos, difícilmente podrá sostenerse que la adquisición de

las acciones es el motivo determinante de la asistencia financiera. Sólo podría llegarse a esa conclusión si la asistencia fuera necesaria o facilitara la obtención de la financiación utilizada para la adquisición, pero tampoco es el caso. Es cierto que los financiadores prevén subidas de los tipos si no hay asistencia, y que esas subidas actúan como incentivos para que esa aquella tenga lugar, pero no por eso se convierten en compromisos firmes o garantías de que se produzca; son meros incrementos en los márgenes para el caso de que no sea así y, como tales, una lógica contraprestación por el mayor riesgo que, en ese caso, asumen los financiadores, pero insuficientes para dar a la asistencia trascendencia causal. Los financiadores intervienen y dan la financiación para la adquisición

haya o no asistencia, aunque si falta, su rentabilidad, por razones obvias, ligadas al modelo económico que hay detrás del LBO y en particular al mayor riesgo asumido por ellos en ese caso, será también mayor.

En cualquier caso, no podemos dejar de insistir en la consideración crítica que merece la forma en que se implantó en nuestro ordenamiento el régimen normativa en materia de asistencia financiera contenido en la Segunda Directiva Comunitaria y que, por su carácter desproporcionadamente restrictivo, no tiene parangón en nuestro

entorno. Igual consideración crítica merece, por las razones ya apuntadas, la Ley 3/2009 de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. Sólo nos queda confiar en el carácter transitorio de la Ley 3/2009, en la compilación y codificación del derecho de sociedades anunciada en su Exposición de Motivos y en que la misma se aproveche para eliminar la inseguridad jurídica existente y aclarar de una vez la legalidad de estas estructuras, excepcionándolas de forma expresa del ámbito de la prohibición de asistencia financiera.

“ La compilación y codificación del derecho de sociedades anunciada en la exposición de motivos de la ley debería servir para eliminar la inseguridad jurídica existente y aclarar de una vez la legalidad de estas estructuras, excepcionándolas de forma expresa del ámbito de la prohibición de asistencia financiera. ”

# Equipo de Capital Riesgo

Para más información, remítase a su socio de contacto habitual, a cualquiera de los socios del **Equipo de Capital Riesgo** o escriba a la siguiente dirección:  
[privateequity@gomezacebo-pombo.com](mailto:privateequity@gomezacebo-pombo.com)

▶ Prestamos asesoramiento especializado a fondos de capital riesgo y otros fondos de inversión alternativa tanto sobre la estructuración de los fondos y sus entidades gestoras/asesoras como en relación con los deals (operaciones de inversión/desinversión) que éstos llevan a cabo.

El equipo de Capital Riesgo presta asesoramiento legal y aporta su amplia experiencia a lo largo de todo el proceso transaccional, desde la fase de negociaciones previas, con la redacción de cartas de intenciones y otros documentos preparatorios, hasta el cierre de la operación, pasando por la realización de la due diligence legal, la negociación y redacción de los contratos. En los últimos seis meses hemos asesorado en las operaciones más relevantes de capital riesgo de España por un valor de 795 millones de euros.

El departamento está dirigido por Íñigo Erláiz y cuenta con un equipo multidisciplinar integrado por abogados de distintas áreas especializados en adquisiciones, financiaciones, regulatorio, fiscal y reestructuraciones.

“ The solid domestic network of this long-established national firm - which also has a branch in London - gives the group a strong profile in the private equity field. The department is a favourite choice for regulatory work spanning several jurisdictions and for private equity linked to real estate. The team is respected for its "fine legal opinions and quick speed of response".

*The Chambers Global Guide 2009*  
Private Equity

“ An excellent option for national, mid-sized deals (...); a great alternative to some of the larger outfits (...); full of strong technicians who deliver quality work (...); an excellent team (...).

*The Chambers Global Guide 2008*  
Private Equity

## GOMEZ-ACEBO & POMBO



**Íñigo Erláiz**

Socio, coordinador del equipo de Capital Riesgo  
[ierlaiz@gomezacebo-pombo.com](mailto:ierlaiz@gomezacebo-pombo.com)



**Ángel Varela**

Socio, coordinador del Área de Banca y Mercado de Capitales  
[avarela@gomezacebo-pombo.com](mailto:avarela@gomezacebo-pombo.com)



**Fernando De las Cuevas**

Socio, coordinador del Área de Mercantil  
[fcuevas@gomezacebo-pombo.com](mailto:fcuevas@gomezacebo-pombo.com)



**Miguel Lamo**

Socio, residente en Londres  
Banca y Mercado de Capitales  
[mlamo@gomezacebo-pombo.com](mailto:mlamo@gomezacebo-pombo.com)



**José María Álvarez**

Socio, coordinador del equipo de Reestructuraciones  
[jmalvarez@gomezacebo-pombo.com](mailto:jmalvarez@gomezacebo-pombo.com)



**Eduardo Martínez**

Fiscal  
[ematosas@gomezacebo-pombo.com](mailto:ematosas@gomezacebo-pombo.com)

Castellana, 216 - 28046 Madrid. Tel.: (34) 91 582 91 00

[www.gomezacebo-pombo.com](http://www.gomezacebo-pombo.com)