

LA FUSIÓN APALANCADA COMO NEGOCIO QUE PURGA LA PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA

Luis Jiménez López y Pablo Daza González

Abogados del Área de Derecho Mercantil de Uría Menéndez (Madrid)

La fusión apalancada como negocio que purga la prohibición de asistencia financiera

El objetivo del presente artículo es eminentemente sistemático e interpretativo. Por un lado, se identifican los principales aspectos que deben tenerse en cuenta a la hora de resolver la antinomia producida como consecuencia de que la prestación de asistencia financiera esté proscrita y de que la fusión apalancada esté regulada de manera específica. Por otro lado, se aporta una solución al problema fundada en los principios más elementales de nuestro ordenamiento jurídico.

PALABRAS CLAVE:

ASISTENCIA FINANCIERA, FUSIÓN APALANCADA, MODIFICACIONES ESTRUCTURALES.

Leveraged mergers as a way of getting around the financial assistance prohibition

This is mainly a systematic and interpretative article. It identifies the main aspects to be taken into account to resolve the contradictions caused by financial assistance being prohibited and leveraged mergers being regulated specifically. It also offers a solution to the problem based on basic Spanish law principles.

KEYWORDS:

FINANCIAL ASSISTANCE, LEVERAGED MERGER, THE COMPANIES LAW, LAW ON STRUCTURAL CHANGES IN COMMERCIAL COMPANIES.

FECHA DE RECEPCIÓN: 8-6-2023

FECHA DE ACEPTACIÓN: 9-6-2023

Jiménez López, Luis; Daza González, Pablo (2023). La fusión apalancada como negocio que purga la prohibición de asistencia financiera. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 62, pp. 36-51 (ISSN: 1578-956X).

1. Introducción

La antinomia producida por los artículos 143.2 y 150.1 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 (la “Ley de Sociedades de Capital”), por un lado, y el artículo 35 de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (la “Ley de Modificaciones Estructurales”) —que ha sido reemplazado durante la elaboración de esta publicación por el artículo 42 del libro primero del Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio (el “Real Decreto-ley de Modificaciones Estructurales”)—, por otro, ha generado tradicionalmente inquietud entre los distintos operadores del mercado, que se encuentran a menudo ante la difícil decisión de si fusionar o no dos sociedades cuando una de ellas ha recibido financiación para la adquisición de la otra o si prestar o no garantías desde la sociedad que sobreviva o que resulte de dicha fusión —so pena de infracciones administrativas, impugnaciones de acuerdos sociales, largas negociaciones con la banca e incluso potenciales responsabilidades de los administradores—. Este artículo pretende centrar el debate en lo que la práctica nos ha demostrado que es verdaderamente relevante. Para ello, se disecionarán los principales elementos que hay que tener en cuenta en esta cuestión de naturaleza poliédrica con apoyo en la poca jurisprudencia existente que resulta de aplicación y la doctrina más autorizada.

En primer lugar, se analizarán los bienes jurídicos protegidos por la normativa de asistencia financiera y la necesaria concurrencia de uno de sus elementos (el nexo causal). En segundo lugar, se enuncia la problemática existente como consecuencia de la antinomia y se propone una solución que descansa, fundamentalmente, en las previsiones contenidas en el título preliminar del Código Civil. En tercer y último lugar, se analiza desde una perspectiva histórica la regulación del contenido del informe de expertos para terminar con un análisis de la normativa de aplicación actual prestando una especial atención a la expresa eliminación en el Real Decreto-ley de Modificaciones Estructurales del requisito impuesto por el antiguo artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales de obtención de un informe emitido por un experto independiente en el que se pronuncie sobre la *existencia* de asistencia financiera.

2. La asistencia financiera

2.1. Breve definición

Se ha escrito mucho y de manera rigurosa sobre el manido concepto teórico de asistencia financiera. No es este el lugar para aportar nada a ese debate, en el que han participado las voces más autorizadas. Sin embargo, sin ánimo exhaustivo y con la única finalidad de que el presente comentario sea lo más educativo posible, se recuerda que los artículos 143.2 y 150.1 de la Ley de Sociedades de Capital proscriben la posibilidad de que una sociedad facilite (*lato sensu*) la adquisición de sus propias acciones (o las de su sociedad dominante) o participaciones (o las de cualquier sociedad de su grupo).

Sentado lo anterior, en palabras de la reciente sentencia 582/2023, de 20 de abril, del Tribunal Supremo: *"A fin de poder enjuiciar si este caso entra dentro del ámbito de la prohibición legal del art. 150.1 LSC [...] es preciso valorar si cabe apreciar la presencia de alguna de las finalidades propias de la ratio de la norma y si concurren los elementos estructurales que antes identificamos como integrantes de los distintos tipos de operaciones y negocios de asistencia financiera prohibidos"*¹. Analicemos, por tanto, los bienes jurídicos protegidos y el necesario nexo causal como elemento fundamental de la norma.

2.2. Bienes jurídicos protegidos

La interdicción de prestar asistencia financiera está fundamentada en la salvaguarda de los mismos bienes jurídicos que se pretenden proteger a través de la prohibición de realizar operaciones de autocartera: el patrimonio y el equilibrio de las estructuras de decisión de las sociedades de capital.

Con ello se pretenden evitar, por un lado, actitudes predatorias de operadores del mercado que comprometan la viabilidad a largo plazo de la sociedad adquirida², y, por otro, la promoción de la toma de control accionarial por parte de un tercero con evidente infracción del principio de igualdad de trato entre los socios. Este segundo fin se ve desnaturalizado en el caso de las sociedades unipersonales, que tan comunes son en el tráfico jurídico.

La correcta identificación de los bienes jurídicos protegidos por la normativa de aplicación es de importancia capital porque solo se podrán considerar como prohibidas aquellas actuaciones que violenten los citados intereses tutelados. Es decir, el *espíritu* y la *finalidad* proclamados por el artículo 3.1 del Código Civil a los que habrá que prestar una *fundamental* atención a la hora de interpretar las normas. Doctrina y jurisprudencia coinciden al respecto.

El Tribunal Supremo, resolviendo sobre un supuesto de autocartera (pero extensible por manifiesta identidad de razón a los supuestos de asistencia financiera), dejó sentado en su sentencia 190/2019, de 27 de marzo (con ponencia a cargo del magistrado Don Ignacio Sancho Gargallo), que, pese a que la adquisición derivativa enjuiciada *"podría declararse nula [...] Esto impidió que se llegara a generar el riesgo que se pretende evitar con la prohibición, que es la merma de la integridad del capital social. La ratio de la norma (art. 40.1 LSRL) responde principalmente a la salvaguarda de la efectividad e integridad patrimonial del capital social como garantía de los acreedores sociales, que no se ha visto afectada en un caso como el presente [...] La tutela de los derechos políticos y económicos de los socios que también suele tenerse en cuenta al analizar el régimen jurídico de la autocartera, tampoco queda afectada en este caso [...]"*³.

La misma fundamentación de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo se aprecia en su sentencia 541/2018, de 1 de octubre, al resolver sobre un supuesto de asistencia financiera cuya nulidad acabó proclamando: *"En este caso, la sanción administrativa prevista en el art. 157.1.II LSC no soluciona las*

1 RJ 2023\181130 (FD 3.º, p. 7).

2 Debe tenerse en cuenta que, en una economía libre de mercado (artículo 38 de la Constitución), existe un interés público en la protección del patrimonio de una sociedad de capital en la medida en que este está supeditado a los acreedores de dicha sociedad.

3 RJ 2019, 1181 (FD 2.º, p. 8).

consecuencias perjudiciales que la infracción de la norma produce en el ámbito jurídico privado, pues no soluciona la afectación negativa que la asistencia financiera supone para la integridad del patrimonio social y su efectiva correspondencia con el capital social o, al menos, no dado que en el patrimonio de la sociedad se integraría el crédito frente a esos socios por la parte del precio pendiente de pago, no soluciona a la afectación negativa que esa asistencia financiera supone para la solvencia de la sociedad, por lo que está justificada la nulidad de la operación de asistencia financiera [...]. La solución alcanzada en la sentencia recurrida protege la finalidad buscada por la norma que prohíbe la asistencia financiera. El crédito concedido por la sociedad al socio al permitirle el aplazamiento en el pago de parte del precio queda sin efecto, de modo que la sociedad puede exigir de forma inmediata el pago de la totalidad del precio. De este modo se pone fin a los efectos perniciosos que la asistencia financiera tiene para la propia sociedad, para los demás socios y para los acreedores sociales”⁴.

A su vez, la sentencia 413/2012, de 2 de julio, de la misma Sala también analiza esta finalidad tuitiva de *“impedir que se ponga en riesgo la solvencia patrimonial de la sociedad; poner coto a posibles abusos que (sic) los gerentes y administradores y evitar que se emplee con una finalidad especulativa”⁵.*

Por último⁶, la reciente sentencia 582/2023, de 20 de abril, también descansa decididamente en esta interpretación teleológica: *“Desde el punto de vista de la finalidad de la prohibición legal, cabe identificar también en estos casos uno de los riesgos típicos que la norma trata de prevenir, en concreto, el uso instrumental del patrimonio social a fin de favorecer a un tercero en la adquisición de sus acciones, al asumir la sociedad un coste o perjuicio contingente para ese patrimonio (es decir, no efectivo pero sí potencial en el momento de la suscripción del pacto)”⁷.* Se observa cómo esta sentencia, al afirmar *“cabe identificar también en estos casos uno de los riesgos típicos que la norma trata de prevenir”*, está proclamando claramente que tan solo es necesaria la infracción de uno de los dos bienes jurídicos protegidos por la norma para entrar a valorar los elementos estructurales de la prohibición —sin que sea necesario, por tanto, que se violenten de manera cumulativa ambos bienes jurídicos protegidos—.

La doctrina autorizada, desde el exegético análisis realizado por Paz-Ares en el año 1987⁸, aboga igualmente por una interpretación finalista de la norma. Sirva a modo de resumen, por todos, Carrasco Perera *et al.*: *“Los intereses jurídicos protegidos, por tanto, son los de socios y/o acreedores frente a alteraciones patrimoniales de la sociedad que impliquen o puedan implicar un vaciamiento patrimonial de la misma o desviaciones de poder en sus estructuras de gobierno y que, por tanto, los únicos supuestos prohibidos por la norma son los que atenten contra esos intereses jurídicos”⁹.*

4 RJ 2018, 4230 (FD 7.º, p. 8 y FD 9.º, pp. 10 y 11).

5 RJ 2012, 10124 (FD 2.º, p. 17).

6 Se deja apuntado que la sentencia 472/2010, de 20 de junio, del Tribunal Supremo también resuelve un supuesto de asistencia financiera. Sin embargo, dicha sentencia no aporta argumentos de relevancia para lo que aquí se analiza.

7 RJ 2023\181130 (FD 3.º, p. 7).

8 PAZ-ARES, Cándido (1987). *Negocios sobre las propias acciones*, en la Reforma del Derecho español de Sociedades de capital. Ed. Civitas, Madrid, pp. 473-629.

9 CARRASCO PERERA, Ángel; RENTERÍA TAZO, Ainara; ERLAIZ COTELO, Íñigo (2019). La adquisición con asistencia financiera. En *Adquisiciones de empresas*, Cizur Menor (Navarra): Aranzadi, p. 593. También en *Acquisitions with Financial Assistance*. En *M&A in Spanish Law*, Cizur Menor (Navarra): Aranzadi, 2015 (pp. 519-546).

2.3. Elementos. El necesario nexo causal

Como se ha dicho, los artículos 143.2 y 150.1 de la Ley de Sociedades de Capital proclaman que existe asistencia financiera cuando una sociedad (i) facilita (ii) a un tercero (iii) la adquisición de las propias acciones o participaciones (iv) mediando un nexo causal.

No es este el lugar para analizar todos los elementos que componen la institución de la asistencia financiera, por lo que tan solo se estudiará —por su relevancia en los procedimientos de fusión apalancada— la imperativa necesidad de concurrencia de un nexo causal entre el negocio de facilitación y la adquisición de las propias participaciones o acciones. Nótese que el tercero debe entenderse que es cualquier ajeno a la sociedad, el propio socio incluido.

Los dos artículos mencionados establecen que una sociedad no puede facilitar asistencia financiera “*para la adquisición*” de sus participaciones o acciones. La necesidad de concurrencia de un nexo causal entre la operación de facilitación y el negocio de adquisición se deriva de la preposición *para*, que, según la RAE, “*denota el fin o término a que se encamina una acción*”.

Como ocurre con la mayoría de las relaciones de causalidad en Derecho —por no decir todas—, el nexo causal está compuesto por dos vertientes. Una vertiente objetiva o fáctica: la operación de facilitación debe ser causal al negocio de adquisición; y una vertiente subjetiva: debe existir una intencionalidad de asistir financieramente al tercero para la adquisición de las propias acciones o participaciones¹⁰.

Escaparían de la vertiente fáctica (que no necesariamente de la subjetiva) aquellos supuestos de asistencia financiera (verdaderamente) sobrevenida, entendiendo por tal la que se produce después de haberse realizado la operación de adquisición. No obstante, es relevante analizar, desde la vertiente subjetiva, si estaba ya previsto el hecho que genera la asistencia financiera en el primigenio negocio facilitador de la adquisición. Así, el supuesto paradigmático de asistencia financiera sobrevenida es la fusión entre una sociedad (*bidCo*) que, en su día, para adquirir las participaciones o acciones de otra sociedad (*target*) obtuvo financiación y, en garantía del repago de dicha deuda de adquisición, acaba otorgando garantías desde el balance de *target* por haber resultado ésta deudora de la financiación original que tenía por objeto su propia adquisición. Se observa fácilmente cómo la operación de adquisición originaria no se vio favorecida por la sociedad *target*, pero el resultado final es el mismo que prohíben los artículos 143.2 y 150.1 de la Ley de Sociedades de Capital. Ahora bien, como se ha apuntado, si la financiación de adquisición vino a imponer de manera expresa la fusión, podría discutirse que estemos ante un verdadero supuesto de asistencia financiera sobrevenida (sin entrar a valorar ahora su licitud y la regulación especial del nuevo artículo 42 del Real Decreto-ley de Modificaciones Estructurales que se analiza *infra*) por cuanto podría predicarse la existencia de un nexo causal, que será de mayor o menor intensidad dependiendo de las circunstancias del caso concreto y de las motivaciones que rodeen a la fusión.

¹⁰ En concreto, Paz-Ares señala que la vertiente subjetiva consiste: “*en que la operación de asistencia financiera se concierte precisamente al objeto de que la contraparte adquiera las acciones de la sociedad*” (PAZ-ARES, Cándido (1987). En *Negocios sobre las propias acciones*, en la Reforma del Derecho español de Sociedades de capital. Ed. Civitas, Madrid, p. 602).

En lo que respecta a la vertiente subjetiva se deberá dotar de motivos al negocio jurídico susceptible de caer en la prohibición de asistencia financiera que sean ajenos a la estricta facilitación de la adquisición. Paz-Ares ha llegado a darle una consideración de elemento subjetivo del injusto a esta vertiente y, en palabras de De Castro, habla de incorporar a esa operación motivos que *"trascienda[n] a dar sentido al negocio de asistencia financiera"*¹¹. Estos motivos concurrirán cuando, por ejemplo, existan razones de índole fiscal, organizativa o del tipo que sean que justifiquen la operación.

La sentencia 582/2023, de 20 de abril, proporciona un ejemplo de algunos elementos de convicción que pueden ser tenidos en cuenta a la hora de analizar la concurrencia de un nexo causal: *"Sobre esta relación funcional o nexo causal, como acertadamente señaló la juez que resolvió en primera instancia, conviene subrayar que el pacto está integrado en el negocio de suscripción o adquisición de las acciones, con el que se relaciona estrechamente en un triple sentido: temporalmente (se suscriben en unidad de acto), económicamente (la compensación se fija en función de la diferencia entre el precio de suscripción y el valor de cotización de las acciones), y jurídicamente (el pacto de aseguramiento de valor o compensación y el de adquisición de las acciones están integrados dentro de un mismo negocio o acuerdo de inversión)"*¹².

3. La fusión apalancada como negocio que purga la prohibición de asistencia financiera

3.1. La fusión apalancada

El artículo 42 del Real Decreto-ley de Modificaciones Estructurales, manteniendo la redacción de su predecesor, regula un supuesto especial de fusión entre dos o más sociedades, que resultará de aplicación cuando *"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"*.

Nótese la incoherencia del límite temporal de tres años establecido en el artículo 42 del Real Decreto-ley de Modificaciones Estructurales si se tiene en cuenta que la sanción de nulidad del artículo 6.3 del Código Civil no prescribe ni caduca. ¿O es que se tuvo en cuenta el plazo de prescripción de la sanción administrativa impuesta por los artículos 89 de la Ley de Sociedades Anónimas y 42 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada¹³ al redactar el artículo 35 de la derogada Ley de Modificaciones Estructurales? Sea como fuere, la sentencia 541/2018, de 1 de octubre, que citábamos anteriormente, ha zanjado la discusión sobre si la sanción administrativa constituye un

¹¹ Además, Paz-Ares indica que *"como es natural, el propósito de adquirir [las acciones o participaciones con asistencia financiera], para que sea relevante, ha de hacerse patente en el contrato e incorporarse a la causa; y para ello será menester que actúe como motivo común (de la sociedad que financia y del tercero financiado) y como motivo determinante"* (PAZ-ARES (1987) op. cit. p. 602).

¹² RJ 2023\181130 (FD 3.º, p. 8).

¹³ Hoy ambos artículos se encuentran refundidos en el artículo 157.4 de la Ley de Sociedades de Capital.

suficiente reproche frente a la conducta prohibida y ha dejado en evidencia la falta de sentido del límite temporal del antiguo artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales (actual artículo 42 del Real Decreto-ley de Modificaciones Estructurales). Y nótese también la elocuente referencia realizada a la adquisición de activos esenciales para la normal explotación de la sociedad, que será objeto de desarrollo más adelante cuando analicemos el contenido del informe de expertos.

El supuesto de hecho de la fusión apalancada es sencillo de comprender y acaba de ser expuesto *ut supra* al abordar la vertiente fáctica del nexo causal (como ejemplo paradigmático de la asistencia financiera sobrevenida). No se analizan aquí ni las posibles estructuras de un LBO ni las consideraciones fiscales a la hora de optar por fusionar ambas sociedades (pues la deducibilidad o no de la carga financiera dependerá de si se cumplen determinados requisitos que exceden el objeto de este artículo). No obstante, se resalta que en las financiaciones de adquisición típicas de manual, *bidCo* suele adquirir el 100% de target y, a su vez, repagar todo el endeudamiento existente en *target* en el momento de la adquisición. La inexistencia de socios minoritarios y de acreedores relevantes puede resultar decisiva a la hora de determinar si se vulnera el bien jurídico protegido por la prohibición de asistencia financiera.

Observamos cómo el artículo 42 del Real Decreto-ley de Modificaciones Estructurales regula un procedimiento especial de fusión para cuya activación es antecedente lógico y necesario que se haya producido una financiación de adquisición. Se ocasiona, por tanto, una antinomia.

3.2. Resolviendo la antinomia

Bobbio se sirvió del término acuñado por Kant para definir las situaciones producidas por normas que entran en un conflicto de contradicción (una prohíbe y la otra permite). La resolución de la presente antinomia se debe realizar teniendo en cuenta que esta doble regulación tiene por resultado una situación de naturaleza poliédrica y, por tanto, son varios los flancos que deben ser abordados para alcanzar una correcta interpretación. A saber:

- i. La normativa de asistencia financiera es de naturaleza prohibitiva y lleva aparejada la sanción más grave que se puede aplicar en derecho civil: la nulidad de pleno Derecho del negocio jurídico¹⁴ de facilitación¹⁵ (además de las eventuales responsabilidades de los administradores). Esta es de importancia capital porque las normas prohibitivas y sancionadoras (artículos 143.2 y 150.1 de la Ley de Sociedades de Capital) deben ser interpretadas siempre de manera restrictiva¹⁶.
- ii. Como se ha analizado, la interdicción de la asistencia financiera descansa decididamente sobre la protección del patrimonio de la sociedad (en garantía de los acreedores) y del

¹⁴ Como se ha visto, la mencionada sentencia 541/2018, de 1 de octubre, de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo deja claro que la sanción administrativa prevista por el artículo 157.1.II de la Ley de Sociedades de Capital no es suficiente para proteger los bienes jurídicos tutelados y que, por tanto, no se puede considerar que esa previsión normativa excluya la nulidad del negocio (*ex* artículo 6.3 del Código Civil).

¹⁵ La cuestión de si la nulidad se declara respecto del negocio de adquisición o de facilitación ha sido resuelta por la misma sentencia 541/2018, de 1 de octubre, de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo, decantándose por este último, con lo que estos autores no pueden estar más de acuerdo.

¹⁶ Es clásica la doctrina consolidada del Tribunal Supremo al respecto. Sirvan, por todas, la sentencia de 9 de noviembre de 1967 (en relación con las normas prohibitivas) y las de 4 de febrero y 10 de noviembre de 1964 (en relación con las normas sancionadoras).

equilibrio de las estructuras de decisión (en garantía del principio de igualdad de trato de los socios). Por tanto, teniendo en cuenta que todo procedimiento de fusión está dotado de garantías legales dirigidas precisamente a tutelar a los acreedores y socios de las sociedades intervinientes en la fusión, estos bienes jurídicos deberían —en principio— estar suficientemente protegidos¹⁷.

- iii. El artículo 38 de la Constitución española proclama la libertad de empresa en el marco de una economía de mercado. Esta cuestión también es relevante porque el Tribunal Constitucional ha reiterado hasta la saciedad que las normas deben ser interpretadas en el sentido más favorable que posibilite el ejercicio de los derechos constitucionalmente reconocidos.
- iv. El procedimiento de fusión apalancada constituye una operación societaria especial que impone unos requisitos especiales para su correcto otorgamiento y que, por tanto, será de preferente aplicación frente a la normativa genérica de prohibición (*lex specialis derogat generali*).
- v. Tanto el artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales, como el artículo 42 del Real Decreto-ley de Modificaciones Estructurales son normas posteriores en el tiempo a la prohibición general de asistencia financiera (que, en ese momento, estaba regulada en la Ley de Sociedades Anónimas y la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitadas), por lo que también, si se acude al criterio cronológico de resolución de antinomias, resultará de aplicación preferente (*lex posterior derogat priori*).

Todo lo anterior conduce a la aplicación preferente del artículo 42 del Real Decreto-ley de Modificaciones Estructurales frente a los artículos 143.2 y 150.1 de la Ley de Sociedades de Capital y a proclamar que el cumplimiento de los requisitos impuestos por la normativa especial “purgan” la eventual existencia de asistencia financiera. Esta preferente aplicación no es baladí, porque conducirá a que cuando se deba examinar si concurre o no un supuesto de asistencia financiera prohibida a la hora de fusionar dos sociedades cuando una ha recibido financiación para adquirir a la otra o prestar garantías desde la sociedad que sobreviva o que resulte de una fusión apalancada, se deba optar por aquella solución que no vacíe de contenido el artículo aplicado (¿para qué regular la fusión apalancada si se concluye que la prohibición de asistencia financiera proscribiera esa fusión?).

La doctrina más autorizada es unánime al respecto. Si bien los estudios se refieren a la derogada Ley de Modificaciones Estructurales, sus conclusiones resultan de plena aplicación al nuevo Real Decreto-ley de Modificaciones Estructurales. Así, Paz-Ares establece que “*Es patente que en estos casos es la propia ley la que prevé mecanismos de control específicos de la actuación de los administradores que protegen suficientemente los posibles intereses en juego. De ese modo, la racionalidad cautelar de la prohibición de asistencia financiera quedaría subsumida en la específica de cada una de las operaciones societarias*”¹⁸.

17 Esta postura ha sido defendida por la doctrina más autorizada al respecto, sirvan por todos Cándido Paz-Ares, Antonio Perdices Huetos, Adolfo Juan Auriolés Martín, Mónica Castro Valdivia o Luis Fernández del Pozo.

18 PAZ-ARES, Cándido; PERDICES HUETOS, Antonio Bienvenido (2003). *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles. T. IV. Vol. 2. B. Las acciones. Los negocios sobre las propias acciones (Art.74 a 89 de la LSA)*. Madrid: Civitas, pp. 381-494.

Erlaiz Cotelos señala que: *“El mecanismo de fusión «purifica» esa asistencia financiera, la convierte en lícita, porque garantiza que no se afecten los intereses que la prohibición de asistencia financiera pretende proteger [...], permite asegurar, gracias a los mecanismos previstos por la Ley dentro del proceso de fusión, que los intereses de acreedores y socios minoritarios de la target que pretende proteger la prohibición están ya suficientemente protegidos y, sobre la base de la interpretación restrictiva que corresponde a toda norma prohibitiva, hacen incensario el recurso a ella [prohibición de asistencia financiera]”*¹⁹.

Perdices Huetos por su parte indica que *“Es cierto que la creciente sofisticación en la formulación de los deberes societarios y responsabilidades concursales de los administradores, amén de otras cautelas en sede de operaciones societarias y modificaciones estructurales (art. 35 LME), cubrirían ya la finalidad de protección de esa añeja regla prohibitiva. Y es que la redacción de esas normas no sólo peca por exceso respecto a las exigencias comunitarias y a su justificación histórica sino que es también redundante respecto a otras reglas de protección del patrimonio social y de disciplina de los administradores”*²⁰.

Vives Ruiz y López-Jorrín afirman que *“al incluir este precepto [el antiguo artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales], debemos entender que el legislador ha pretendido eliminar las dudas sobre la legalidad de esta figura. Entender lo contrario sería absurdo por cuanto que establecer especiales requisitos de información para una operación que se considera intrínsecamente ilegal (por contraria a la prohibición de asistencia financiera de la Ley de Sociedades de Capital) carecería de sentido”*²¹.

Alfaro llega a *“dudar de la constitucionalidad de los arts. 143.2 y 150 LSC ya que supone una injerencia del legislador en la esfera de los particulares cuya legitimidad ha de medirse de acuerdo con el principio de proporcionalidad. [y] deba ser interpretada muy restrictivamente (STS 2-VII-2012) cuando no se aprecien riesgos para los acreedores ni para los accionistas minoritarios, es decir cuando la asistencia financiera sea inocua desde esta perspectiva porque no se ponga en peligro la solvencia de la sociedad y se respeten las normas sobre el capital social y, a la vez, se respete el principio de igualdad de trato entre los socios”*²².

Por su parte, el ya famoso auto 2/2007, de 9 de enero, de la Audiencia Provincial de Madrid (Sección 28^a), relativo al intento de opa de Gas Natural sobre Endesa, anterior incluso a que existiera un procedimiento especial de fusión apalancada, ya indicaba que *“Aún cabría pensar en una hipotética fusión entre GAS NATURAL y ENDESA, pero esa hipótesis no justifica la aplicación del artículo 81 TRLSA [artículo que regulaba la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias] porque se trata de un proceso que ya contempla garantías específicas*

19 ERLAIZ COTELO, Íñigo (2019). Financiación de las adquisiciones. En CARRASCO PERERA, Ángel y ÁLVAREZ ARJONA, José M. (dirs.), *Adquisiciones de empresas*. Cizur Menor (Navarra): Aranzadi, p. 673.

20 PERDICES HUETOS, Antonio Bienvenido (2016). Asistencia financiera y compra de empresa. En *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*. Las Rozas (Madrid): Wolters Kluwer, pp. 307-340.

21 SEBASTIÁN QUETGLAS, Rafael; JORDANO LUNA, Martín (2021). Las fusiones apalancadas (art. 35 de la Ley sobre Modificaciones Estructurales). En *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*. Las Rozas (Madrid): La Ley, 3.ª ed., p. 829.

22 ALFARO, Jesús (2023). Lecciones: Asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones propias. *Almacén de Derecho*. <https://almacenderecho.org/lecciones-asistencia-financiera-la-adquisicion-acciones-participaciones-propias>.

para acreedores y socios minoritarios"²³. Esta conclusión sería, a su vez, congruente con el hecho de que las especialidades de la fusión apalancada se limiten temporalmente a un plazo de tres años, transcurrido el cual solo puede concluirse que la fusión (a pesar de ser 'apalancada') pueda llevarse a cabo siguiendo el cauce general.

4. Una nueva esperanza: el informe de expertos en el pasado, presente y futuro

4.1. Una polémica desde la génesis de la Ley de Modificaciones Estructurales

Una de las novedades del Real Decreto-ley de Modificaciones Estructurales más celebradas por los distintos operadores del mercado ha sido la expresa eliminación del consternador pronunciamiento que debía contener el informe de expertos sobre el proyecto de fusión apalancada sobre la *existencia* de asistencia financiera (ex artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales).

El actual artículo 42 del Real Decreto-ley de Modificaciones Estructurales regula una serie de requisitos que deberán ser cumplidos para poder llevar a cabo la fusión apalancada. Los requisitos 1.º y 2.º son claros²⁴ y, por tanto, no van a ser objeto de interpretación (*in claris non fit interpretatio*).

Las dificultades interpretativas se encontraban en el tercer requisito de la derogada Ley de Modificaciones Estructurales: *"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"*.

Se debe tener en cuenta que el Proyecto de Ley Modificaciones Estructurales que se presentó al Congreso de los Diputados en el año 2008 recogía el procedimiento de fusión apalancada en su artículo 33 y no imponía la necesidad de que el informe de expertos sobre el proyecto común de fusión se pronunciara sobre la existencia de asistencia financiera²⁵.

Sin embargo, la famosa enmienda del Grupo Parlamentario Popular en el Congreso (Enmienda n.º 40) introdujo la siguiente previsión en el artículo 33.3ª del Proyecto: *"En este supuesto no podrá excluirse el informe de experto, que se referirá expresamente además a la ausencia de asistencia financiera"*. Esta enmienda fue aceptada, pero el tenor literal de la exigencia introducida fue modificado. Se cambió *ausencia* por *existencia*.

23 AC 2007, 1160 (FD 6.º, p. 6).

24 Mientras que el requisito 1.º impone que *"El proyecto de fusión deberá indicar los recursos y los plazos previstos para la satisfacción por la sociedad resultante de las deudas contraídas para la adquisición del control o de los activos"*, el requisito 2.º impone que *"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"*.

25 Siguiendo la línea marcada por el precedente que inspiró nuestra regulación (el artículo 2.501 bis del Código Civil italiano).

Antes de analizar en profundidad qué debe contener este informe en la actualidad, se debe poner de manifiesto que la modificación expresa del sustantivo *ausencia* por el de *existencia* en el citado trámite de enmiendas fue muy reveladora. La norma partía de un paradigma positivo (existencia) de manera deliberada. Podía y puede existir asistencia financiera (como se ha visto, el artículo 35 asumía su existencia y no la proscibía), pero esto nunca fue óbice para que se realice la operación si así lo decidían los socios y no se vulneraban los derechos de ningún acreedor²⁶. Se trata simplemente de un elemento cualificado de información que permitía a los socios y acreedores ejercitar los derechos que la Ley de Modificaciones Estructurales ponía a su disposición en el seno del procedimiento de fusión. Si se piensa, de haberse mantenido el término “ausencia”, ninguna fusión apalancada podría haber sido informada favorablemente.

En cualquier caso, una interpretación lógica de esta previsión normativa (basada en la hipótesis del legislador razonable) debía conducir, a nuestro modo de ver, necesariamente a que ese juicio sobre la existencia o no de asistencia financiera se refiriese al concepto económico del término *asistencia financiera*: el experto (persona física o jurídica lega en Derecho²⁷) nunca ha podido pronunciarse sobre el encaje de una conducta en una norma de naturaleza material (artículos 143 y 150 de la Ley de Sociedades de Capital). La competencia para determinar si existe asistencia financiera en términos jurídico-materiales está asignada a los juzgados y tribunales (sin perjuicio de que del procedimiento sancionador conozcan la CNMV, en el caso de las sociedades anónimas [ex art. 157.6 de la Ley de Sociedades de Capital] y el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, en el caso de las sociedades de responsabilidad limitada [ex artículo 157.5 de la Ley de Sociedades de Capital]).

El Real Decreto-ley de Modificaciones Estructurales no ha venido sino a constatar que la referencia realizada por el artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales a la existencia de asistencia financiera debía entenderse realizada a la concepción estrictamente económica del término asistencia financiera, relacionada con el estudio de la viabilidad de un proyecto de negocio, financiero y económico como para generar un flujo de caja suficiente para el retorno de la deuda sin que sea necesario acudir a escenarios de desmantelamiento o liquidación patrimonial (es decir, que debe centrarse en analizar la razonabilidad del contenido económico financiero del proyecto de fusión, que es en última instancia el propósito principal del informe). Para este estudio sí estarían facultados los expertos independientes a los que se refiere el antiguo artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales y actual artículo 42.

Prueba de lo anterior era la referencia que el antiguo artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales —y que se ha mantenido en el actual artículo 42— hacía a “*adquirir activos de la misma esenciales para su normal explotación o que sean de importancia por su valor patrimonial*”. Como es sabido, la adquisición de activos no está limitada ni afectada por la prohibición de asistencia financiera de la Ley de Sociedades de Capital (en esa norma solo se aplica a participaciones y acciones), *ergo* cuando el artículo 35 mencionaba esa adquisición en sede de activación del me-

26 ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, Segismundo (2012). Fusión apalancada y capital riesgo: su regulación con la prohibición de asistencia financiera y su régimen en la Ley de Modificaciones Estructurales. En *El capital-riesgo: su operativa*. Cizur Menor: Aranzadi, pp. 413-465.

27 De conformidad con el artículo 340 del Reglamento del Registro Mercantil podrán reunir la condición de experto independiente las “*personas físicas o jurídicas que pertenezcan a profesión directamente relacionada con los bienes objeto de valoración o que se hallen específicamente dedicadas a valoraciones o peritaciones*”.

canismo especial de fusión apalancada, solo podía pretender, a nuestro juicio y de nuevo, garantizar que la razonabilidad del contenido e hipótesis económico-financieras del proyecto de fusión ha sido suficientemente informada por un experto independiente. En cualquier caso, como se ha adelantado al inicio del presente apartado, el Real Decreto-ley de Modificaciones Estructurales ha zanjado definitivamente la cuestión eliminando la inquietante referencia al necesario análisis de la *existencia* de asistencia financiera en la operación proyectada.

En resumen, la realidad siempre ha sido que *"los expertos deberían emitir un juicio técnico sobre sí, a la vista del plan económico y financiero y de las restantes indicaciones e informaciones que recaben, los activos y flujos de caja de la empresa adquirida [...] se convierte en la fuente (debe entenderse relevante o primordial) para el repago de la adquisición"*²⁸.

Nuestra experiencia empírica obtenida a través de la participación en procedimientos de fusión apalancada con la hasta ahora vigente Ley de Modificaciones Estructurales nos permite afirmar que existía una marcada tendencia a analizar exclusivamente los aspectos económicos de la operación basándose en el estudio de la racionalidad financiera del plan presentado por los órganos de administración de las sociedades objeto de fusión para el repago de la deuda existente. No obstante, en ocasiones nos hemos encontrado con informes de expertos que se pronunciaban, a nuestro juicio innecesariamente, sobre el concepto jurídico de asistencia financiera (si bien es cierto que terminaban concluyendo, paradójicamente, su inexistencia). Y es que, por definición, la asistencia financiera existe en una fusión apalancada aunque pueda predicarse, como se ha visto, que no es de índole prohibida (por no poner en riesgo la viabilidad de la sociedad que sobreviva o que resulte).

4.2. La Directiva (UE) 2019/2121 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 por la que se modifica la Directiva (UE) 2017/1132 en lo que atañe a las transformaciones, fusiones y escisiones transfronterizas

No se puede estudiar el nuevo Real Decreto-ley de Modificaciones Estructurales sin hacer mención a la Directiva que transpone (y que paradójicamente, ha justificado la extraordinaria y urgente necesidad que debe concurrir a la hora de utilizar el instrumento normativo escogido para modificar la Ley de Modificaciones Estructurales).

El 1 de enero de 2020 entró en vigor la Directiva (UE) 2019/2121 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 por la que se modifica la Directiva (UE) 2017/1132 en lo que atañe a las transformaciones, fusiones y escisiones transfronterizas.

Esta Directiva está inspirada por un marcado espíritu flexibilizador de la normativa de aplicación en todos los Estados miembros para, entre otros fines, evitar un indeseado *forum shopping* dentro de la Unión Europea y ahorrar costes a la hora de recabar informes, prescindiendo de los innecesarios.

²⁸ SEBASTIÁN QUETGLAS, Rafael; JORDANO LUNA, Martín (2021), *op. cit.*, pp. 844-847. En sentido similar, MANZANARES SECADES, Alberto (2017). *Estudios sobre financiaci3nes sindicadas*. Cizur Menor (Navarra): Aranzadi, p. 319.

Así, en lo que aquí respecta, la Directiva (UE) 2019/2121 establece en su considerando 75 que *“Los Estados miembros han de poder disponer que no sea necesario cumplir con los requisitos sobre informes detallados e información respecto de las fusiones o escisiones de sociedades, establecidos en los capítulos I y III del título II, en caso de que todos los accionistas de las sociedades afectadas por la fusión o la escisión acuerden que puede prescindirse de tal cumplimiento”*. Esta previsión programática se traduce en el artículo 96.4 de la misma Directiva, que establece que *“No se requerirá un examen del proyecto de fusión ni un informe pericial si así lo acuerdan todos los accionistas y tenedores de títulos que confieran derecho a voto de cada una de las sociedades que participan en la fusión”*.

Es decir, con la Directiva (UE) 2019/2121 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 en la mano, el informe de expertos en el que se analiza el proyecto común de fusión y que se pronuncia sobre si existe asistencia financiera debería dejar de ser obligatorio cuando los socios así lo acuerden unánimemente, en contra de lo que estipulaba inciso final del artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales (y continúa estipulando el actual artículo 42).

Nótese que a la hora de proclamar la no obligatoriedad del informe de expertos en los supuestos de acuerdo unánime de fusión la Directiva no parece dejar margen de discrecionalidad a los Estados miembros (*“No se requerirá”*). La inoperatividad de la norma en este punto se aprecia claramente en contraste con la literalidad del artículo 95.3 anterior de la misma Directiva: *“Los Estados miembros podrán estipular que el informe [del órgano de administración] [...] no se exijan si así lo han acordado todos los accionistas y tenedores de otros títulos que confieran derecho a voto de todas y cada una de las sociedades que participen en la fusión”*. No obstante, como se ha dejado intuir, el Gobierno de España finalmente se ha apartado de esta postura a la hora de redactar el Real Decreto-ley de Modificaciones Estructurales.

4.3. El Anteproyecto de Ley de Modificaciones Estructurales de Sociedades Mercantiles por la que se transpone la Directiva (UE) 2019/2121 del Parlamento y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, por la que se modifica la Directiva (UE) 2017/1132 en lo que atañe a las transformaciones, fusiones y escisiones transfronterizas

En línea con los postulados de la Directiva (UE) 2019/2121, el 15 de febrero de 2023, se publicó en España el Anteproyecto de Ley de Modificaciones Estructurales de Sociedades Mercantiles, por la que se transpone la Directiva (UE) 2019/2121 del Parlamento y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, por la que se modifica la Directiva (UE) 2017/1132 en lo que atañe a las transformaciones, fusiones y escisiones transfronterizas.

El Anteproyecto seguía —generalmente²⁹— esta línea flexibilizadora y de ahorro de costes innecesarios. Así, en su expositivo III establecía que: *“En este sentido, la opción de política legislativa*

²⁹ La muy criticada necesidad de *“encontrarse al corriente en el cumplimiento de las obligaciones tributarias y frente a la Seguridad Social, mediante la aportación de los correspondientes certificados, válidos y emitidos por el órgano competente”* para llevar a cabo una modificación estructural —que no venía impuesta por la Directiva— alimenta de manera desmesurada el temido *forum shopping* que pretendían evitar tanto la Directiva como el Anteproyecto.

finalmente adoptada para la transposición ha sido integrar todo el régimen de modificaciones estructurales [...] cuyas soluciones para las operaciones intraeuropeas se extienden en la medida de lo posible a las operaciones internas para, manteniendo la mayor simplicidad de estas últimas, evitar asimetrías y diferencias sin justificación de política legislativa, que en su caso pudieran favorecer un riesgo de búsqueda de una jurisdicción de conveniencia (forum shopping) en un ámbito interno y transfronterizo. En definitiva, con esta armonización se evitará que el régimen de las modificaciones estructurales internas resulte más exigente que el de las modificaciones estructurales transfronterizas, pudiendo no obstante serlo menos, atendiendo a la ausencia en estos casos del elemento transfronterizo”.

En lo relevante para este artículo, se eliminaban (o se convertían en potestativos) los requisitos de emisión de informes de administradores o expertos cuando todos los intereses estaban alineados (por todos, artículos 5.3; 6.4; 6.5; 11.1.3.^o; 13.1 del Anteproyecto).

Y, en lo que respecta a la fusión apalancada, el artículo 42 del Anteproyecto eliminaba expresamente el último inciso del artículo, a saber: *“En estos supuestos será necesario el informe de expertos, incluso cuando se trate de acuerdo unánime de fusión”.*

¿Qué demostraba el legislador con esta elocuente eliminación? Que en los casos en lo que se trate de un acuerdo unánime de fusión, el informe de expertos no sería necesario. Sin embargo, como se ha adelantado, el Real Decreto-ley de Modificaciones Estructurales ha recuperado la necesidad de que, aunque exista un acuerdo unánime de fusión, deba obtenerse un informe de experto independiente. La recuperación de esta previsión legal debe ser criticada por estos autores en la medida en que se aparta de los postulados marcados por la Directiva (UE) 2019/2121 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019³⁰.

Seguramente esta recuperación responderá a la pregunta de algunos por la vertiente protectora de los intereses de los acreedores: ¿acaso con el Anteproyecto en la mano, por la sola voluntad de los socios, van a estar los acreedores menos protegidos que antes? Esta cuestión se habría ventilado fácilmente atendiendo a la filosofía flexibilizadora de la norma (es inherente a dotar de mayor flexibilidad que haya que cumplir con menos requisitos en según qué casos) y poniendo de manifiesto, por un lado, que estos tienen la posibilidad de ejercitar sus derechos exigiendo garantías adecuadas, y, por otro lado, los contrapesos —en garantía precisamente de los intereses de los acreedores— que ya se habían introducido en el Anteproyecto y que han cristalizado en el Real Decreto-ley de Modificaciones Estructurales y que no serán objeto de análisis en el presente artículo por exceder su objeto (no obstante se deja apuntado que el expositivo VI del Anteproyecto pone el foco precisamente sobre las *“novedosas medidas tuitivas”* introducidas en garantía de los acreedores³¹).

30 Además, nótese que la emisión del informe de expertos es especialmente innecesaria en aquellos supuestos de fusión entre una sociedad íntegramente participada por la otra, si bien —*a priori*— no parece posible prescindir del mismo a pesar de lo establecido en el artículo 53 del Real Decreto-ley de Modificaciones Estructurales.

31 *“Se introducen en la Directiva, novedosas medidas tuitivas de los acreedores, de distinta naturaleza, imperativa o facultativa —muchas comunes a todas las operaciones y otras particulares para sólo alguna de ellas— que permitan una mínima armonización entre los distintos Derechos nacionales”.*

4.4. El Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, por el que se adoptan y prorrogan determinadas medidas de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la Guerra de Ucrania, de apoyo a la reconstrucción de la isla de La Palma y a otras situaciones de vulnerabilidad; de transposición de Directivas de la Unión Europea en materia de modificaciones estructurales de sociedades mercantiles y conciliación de la vida familiar y la vida profesional de los progenitores y los cuidadores; y de ejecución y cumplimiento del Derecho de la Unión Europea

El 29 de junio de 2023 se publicó en el Boletín Oficial del Estado el Real Decreto-ley de Modificaciones Estructurales³². No se va a entrar a valorar la elección de técnica legislativa escogida por el Gobierno de España a la hora de trasponer la Directiva (UE) 2019/2121 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019, en lo que respecta al presente artículo tan solo se va a prestar atención a la expresa eliminación del pronunciamiento que debía contener el informe de expertos sobre el proyecto de fusión apalancada sobre la *existencia* de asistencia financiera. Así, el actual artículo 42.1.3º del Real Decreto-ley de Modificaciones Estructurales establece simple y llanamente la obligación de que *"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"*, eliminando expresamente la frase *"determinando además si existe asistencia financiera"*, que seguía a continuación esta redacción heredada del artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales. Esta nueva redacción del requisito tercero es literalmente la que se contenía en el artículo 263-13 (*fusión posterior a una adquisición con endeudamiento del adquirente*) de la propuesta de Código Mercantil de 2013.

Como se ha anticipado, esta eliminación expresa supone la constatación de que el Gobierno ha pretendido aportar una gran dosis de seguridad jurídica frente a la situación de incertidumbre provocada por el requisito impuesto por el añejo artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales.

Estos autores consideran que no es que, a la luz del nuevo Real Decreto-ley de Modificaciones Estructurales, se pueda proclamar que no existe asistencia financiera tras llevar a cabo una fusión apalancada, es que siempre se pudo y siempre existió ese efecto purgante de la asistencia financiera al llevar a cabo este procedimiento especial de fusión. Lo que ha sucedido es que, como con otras cuestiones introducidas por el Real Decreto-ley³³, ha permeado en el ordenamiento jurídico una cuestión que, pese haber sido estudiada por los distintos operadores del mercado en el sentido aquí expuesto, no dejaba de generar una gran inseguridad jurídica y, por tanto, debía ser aclarada.

32 En virtud de la disposición transitoria primera del Real Decreto-ley, el libro primero será de aplicación para aquellas modificaciones estructurales cuyos proyectos hubieran sido formulados más tarde del 29 de julio de 2023. Por tanto, la eliminación del requisito aquí estudiado tan solo será operativa para las fusiones apalancadas proyectadas a partir del 30 de julio de 2023.

33 Como, por ejemplo, la posibilidad expresa de que la junta general pueda modificar el proyecto de modificación estructural.

En cualquier caso, se anticipa que, aun con la actual redacción del Real Decreto-ley de Modificaciones Estructurales, no dejará de haber voces que se pregunten sobre la legalidad de las fusiones apalancadas y de las garantías otorgadas por la sociedad que sobreviva o que resulte de dicha fusión. La respuesta a estas voces deberá seguir siendo la de acudir a los argumentos expuestos a lo largo del presente artículo y, además, a la expresa eliminación aquí estudiada, esto es: al criterio histórico de interpretación de las normas (artículo 3.1 del Código Civil).

5. Conclusión

El fundamento de la prohibición de asistencia financiera es la protección del patrimonio y del equilibrio de las estructuras de decisión de las sociedades de capital y, por tanto, tan solo se podrán considerar como prohibidas aquellas transacciones que comprometan alguno de los citados bienes jurídicos protegidos.

El cumplimiento de los requisitos adicionales de información regulados en el seno del procedimiento de fusión apalancada del artículo 42 del Real Decreto-ley de Modificaciones Estructurales debe servir, a nuestro juicio, para “purgar” el negocio susceptible de estar afectado por la prohibición de asistencia financiera en la medida en que:

- i. este procedimiento está dotado de las garantías suficientes como para que no se pongan en peligro los bienes jurídicos protegidos por la normativa de asistencia financiera; e
- ii. interpretar lo contrario supondría vaciar de contenido el artículo 42 del Real Decreto-ley de Modificaciones Estructurales porque resultaría imposible acometer una fusión apalancada.

En las estructuras de compra apalancada clásicas los intereses entre la sociedad adquirente y la sociedad *target* a la hora de fusionarse suelen estar plenamente alineados (en la medida en que la adquirente sea titular del 100% del capital de *target*). Si, además, no existen acreedores relevantes a la hora de llevar a cabo la fusión (o estos acreedores son los propios financiadores de la adquisición —que, a su vez, refinanciarán el endeudamiento financiero de *target*— y, además, están de acuerdo con llevar a cabo la fusión), los intereses jurídicos tutelados por la normativa de asistencia financiera se encuentran protegidos *per se*.

Ahora bien, no se deberá utilizar el procedimiento de fusión apalancada con el único ánimo de frustrar la aplicación de la prohibición de asistencia financiera. Pese a todo ello, es aconsejable que existan motivos adicionales que justifiquen la fusión.

La expresa eliminación en el Real Decreto-ley de Modificaciones Estructurales de la referencia a la *existencia* de asistencia financiera en la fusión apalancada proyectada supone un elemento más —altamente cualificado— de convicción sobre la legalidad de la propia operación de fusión y de los negocios de garantía suscritos con posterioridad a dicha fusión por la sociedad que sobreviva o que resulte de la fusión (siempre y cuando se cumpla con las distintas previsiones mencionadas en el presente artículo).