

## **EL IMPACTO DE LA LEY 3/2009 SOBRE MODIFICACIONES ESTRUCTURALES DE LAS SOCIEDADES MERCANTILES EN LA FINANCIACIÓN DE ADQUISICIONES APALANCADAS**

*Por Guillermo Yuste,  
Asociado Senior  
Departamento Bancario & Financiero  
Araoz & Rueda*

### **I. INTRODUCCIÓN**

**E**ntre las muchas reformas que ha supuesto la ley 3/2009 de 3 de abril, de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles (LMESM), publicada en el BOE el día 4 de abril, se encuentra la regulación específica, por primera vez en nuestro derecho, de los requisitos que debe cumplir una fusión realizada entre sociedades tras una adquisición apalancada.

Esta nueva norma, contenida en el artículo 35 de la Ley 3/2009 está orientada a flexibilizar la prohibición absoluta y abstracta<sup>1</sup> en materia de asistencia financiera que existe en nuestro ordenamiento y, de generalizarse la interpretación que aquí se presenta, estaría llamada a tener importantes consecuencias en las operaciones de las entidades de capital riesgo, principales promotoras de operaciones con apalancamiento financiero en nuestro territorio.

Dichas consecuencias, aunque primordialmente se proyectan sobre el ámbito societario, también podrían tener una incidencia importante en el modo en que las financiaciones en el sector, toda vez que las fusiones siguientes a las compras apalancadas vienen impuestas o cuando menos incentivadas por las entidades financieras que toman parte en la operación.

Por tanto, el presente trabajo, tras abordar la situación inmediatamente anterior a la reforma y la tramitación parlamentaria de la misma, fundamentalmente se ocupará de definir el nuevo marco legal aplicable a este tipo de operaciones. Finalmente se concretarán los efectos en las operaciones bancarias. Finalmente se ofrecen unas conclusiones sobre el análisis realizado.

### **II. FUSION DE SOCIEDADES VEHICULO FUERTEMENTE APALANCADAS CON LA SOCIEDAD OBJETO DE ADQUISICIÓN: CONSIDERACIONES DESDE EL PUNTO DE VISTA DE LA ASISTENCIA FINANCIERA**

Para una adecuada explicación del artículo 35 de la LMESM y su impacto en las adquisiciones realizadas por las entidades de capital riesgo es preciso, en primer lugar, hacer algunas reflexiones sobre la forma en la que las operaciones de adquisición con apalancamiento financiero se llevan a cabo y su problemática específica desde la perspectiva de la asistencia financiera.

---

<sup>1</sup> A lo largo de este trabajo me referiré a la prohibición de asistencia financiera en reiteradas ocasiones como “absoluta” y “abstracta”. En este sentido, por absoluta me refiero a “omnicomprensiva y carente de excepciones representativas”, mientras que con “abstracta” me refiero a “carente de limitaciones en atención a las situaciones concretas a las que pudiera aplicarse”. Son los dos principales males de nuestra normativa.

Como es conocido, las operaciones de adquisición con apalancamiento financiero se realizan a través de una sociedad vehículo creada al efecto ("SPV"), en la que la entidad de capital riesgo inversora aporta los fondos que invertirá en el proyecto (normalmente una parte en capital social y otra parte mediante deuda subordinada). El SPV obtiene asimismo el resto de los fondos necesarios para llevar a cabo la adquisición proyectada de entidades financieras y adquiere la sociedad objeto ("Target") utilizando tanto los fondos de la entidad inversora como la financiación bancaria.

El proyecto empresarial a desarrollar por Target, una vez adquirida, requiere asimismo una estructura financiera adecuada. De ahí que en estas operaciones, conjuntamente con la deuda destinada a la adquisición, sustituyan total o parcialmente las líneas de financiación que venía utilizando Target con carácter previo a la adquisición y se sustituyan por otras más acordes con las nuevas necesidades financieras a que el proyecto dará lugar. Así, en los contratos de préstamo o crédito otorgados con motivo de la adquisición, se incluyen otras líneas de financiación que serán utilizadas, no por el SPV, sino por Target<sup>2</sup>.

De los fondos necesarios para acometer la adquisición de Target y la restructuración de la deuda financiera requerida para llevar a cabo el negocio, la parte más significativa de los fondos necesarios se obtiene de las entidades financieras, las cuales como retribución a su obtienen comisiones, el producto de ciertos derivados financieros sobre tipos de interés y el margen aplicable sobre el tipo de referencia (normalmente Euribor a 1, 3 o 6 meses). La entidad de capital riesgo invertirá unos fondos significativamente menores<sup>3</sup>, pero si consigue crear valor en lo comprado, obtendrá unos rendimientos significativamente mayores a los de las entidades financieras.

Resulta obvio que las entidades financieras tienen el mayor interés en que la deuda que están otorgando al SPV y a Target esté garantizada al máximo dentro del perímetro de la operación, pues no habrá recurso directo e ilimitado contra la entidad de capital riesgo que promovió la operación. Sin embargo, a consecuencia de las limitaciones existentes en materia de asistencia financiera en nuestro ordenamiento, consagradas en los artículos 80 LSA y 40.5 LSRL, la deuda derivada de la adquisición de Target, que normalmente es muy superior a la deuda necesitada para hacer frente a las necesidades de financiación de su actividad, únicamente puede ser garantizada mediante la prenda de las acciones o participaciones de Target y las acciones o participaciones de SPV y de los derechos de crédito derivados de la deuda aportada a Target.

Con el fin de posibilitar que los activos de Target también puedan ser objeto de agresión directa en caso de incumplimiento de las condiciones pactadas en los documentos financieros, es normal que a la adquisición de Target suceda la fusión entre SPV y Target. Las entidades financieras se aseguran de que esto ocurra incluyendo en los contratos de financiación consecuencias negativas para las entidades financiadas en el caso de que dicha fusión no llegue a tener lugar antes de que transcurra un plazo concreto, tales como el incremento del tipo de interés aplicable a la financiación o incluso el vencimiento anticipado

---

<sup>2</sup> La tipología de estas líneas de financiación puede ser diversa, pero normalmente se tratará de líneas de crédito "revolving", líneas de avales, líneas de crédito destinadas a la adquisición de activos fijos ("capex") y, con menor frecuencia, debido a las complicaciones que pueden suponer, líneas de factoring o de descuento.

<sup>3</sup> La razón entre la deuda financiera y los fondos propios es una cuestión que varía en función de muchos parámetros, incluyendo la coyuntura económica general, pero no es de extrañar que en unas condiciones normales en el mercado puede ser de un 20/80 o incluso más favorable al inversor.

de los contratos de financiación en el caso de no llevarse a cabo la fusión en el plazo contractualmente convenido.

Normalmente la fusión se lleva a cabo con el acuerdo unánime de todos los socios de SPV y de la propia Target<sup>4</sup>.

Como no podía ser de otra manera, surge la cuestión de si estas fusiones infringen o no las prohibiciones de asistencia financiera consagradas en nuestro ordenamiento. La doctrina de forma muy mayoritaria (aunque no siempre por las mismas razones), ha entendido que dicha fusión no contraviene la legalidad vigente. Puede decirse que la opinión mas extendida al respecto es aquella que defiende que, toda vez que las garantías asociadas al proceso de fusión son superiores a la protección que dispensa la normativa sobre asistencia financiera, la aplicación de la normativa sobre fusiones desplazará en su aplicación a la normativa de asistencia financiera<sup>5</sup>.

Además de los distintos pronunciamientos doctrinales, cabe destacar que los tribunales han tenido la ocasión de pronunciarse una vez - obiter dicta - sobre el supuesto, con ocasión de las medidas cautelares solicitadas por Endesa como medida defensiva ante la OPA lanzada por Gas Natural. Dice el auto que deniega las medidas en su fundamento jurídico SEXTO<sup>6</sup>:

“Aún cabría pensar en una hipotética fusión entre GAS NATURAL y ENDESA, pero esa hipótesis no justifica la aplicación del artículo 81 TRLSA porque se trata de un proceso que ha contempla garantías específicas para acreedores y socios minoritarios. Al margen de ello el Crédito tampoco impone la fusión [...]”

Por otra parte, la CNMV, que es el órgano encargado de sancionar las conductas infractoras en materia de asistencia financiera<sup>7</sup> también analiza con cierta frecuencia supuestos de OPAS lanzadas por un SPV creado específicamente para una adquisición apalancada que, por realizarse en el mercado secundario de valores, precisa una OPA. El propio folleto de OPA presenta una descripción detallada de la deuda incurrida por el vehículo y señala que se

---

<sup>4</sup> Este tipo de operaciones pueden revestir una multiplicidad de formas y atravesar diversas vicisitudes, pero con muchísima frecuencia, se consigue que SPV adquiera el 100% de Target. SPV en cambio tiene con frecuencia socios minoritarios junto con la entidad de capital riesgo inversora, toda vez que a algunos de los vendedores y otras personas de especial relevancia en la gestión de la compañía se les ofrece la posibilidad de participar en el capital de SPV con el fin de reforzar su compromiso con el proyecto. A veces estas personas, por diversas razones no participan en SPV, sino en otra estructura superpuesta a la misma.

<sup>5</sup> Una cuestión a la que sin embargo nadie parece dar respuesta es la apoyatura legal de este argumento. Verdaderamente entre las numerosas incógnitas que plantea el vigente régimen de asistencia financiera se encuentra precisamente el interés que trata de proteger, con lo que parece cuando menos atrevido aseverar que el régimen de oposición contemplado en dicha normativa es mejor que la sanción de nulidad prevista como sanción a la contravención de la normativa sobre asistencia financiera. Estas y otras muchas lagunas de nuestro vigente régimen han sido ampliamente analizadas por LÓPEZ MATEO en un voluminoso y profundo artículo “*Asistencia Financiera: análisis y crítica del derecho vigente. Ley 3/2009*” publicado en dos números sucesivos de la Revista de Derecho Mercantil (números 272 y 273). En aras de la brevedad, citaré en adelante dos artículos como I y II, junto con la página de la revista en la que aparece lo citado o referido.

<sup>6</sup> Auto de la Audiencia Provincial de Madrid de 9 de enero de 2007 núm. 2/2007

<sup>7</sup> Art. 89.5 LSA.

prevé la posibilidad de fusionar vehículo y sociedad adquirida en el futuro. Aún así, la CNMV viene autorizando estas operaciones de adquisición sin demasiados contratiempos<sup>8</sup> y no sanciona a los intervinientes a posteriori<sup>9</sup>.

La fusión siguiente a una adquisición con apalancamiento financiero también ha sido objeto de atención desde el punto de vista fiscal, toda vez que, para evitar una desproporción entre los costes derivados de la fusión y las ventajas que la misma podría acarrear para los distintos interesados, es preciso que la misma se realice al amparo del régimen de neutralidad fiscal previsto en el Capítulo VIII del Título VII del texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades<sup>10</sup>.

La conclusión que puede extraerse de todo lo anterior es clara: pese a los términos absolutos de la prohibición española, existe (o por lo menos existía antes de la llegada de la nueva regulación) un consenso generalizado de que no se infringe prohibición alguna al fusionar la sociedad adquirente endeudada con la sociedad adquirida<sup>11</sup>.

Por tanto, aunque las intenciones del legislador fueran buenas a la hora de incluir el artículo 35 LMESM, el resultado puede calificarse de contraproducente, por cuanto que ha derivado en la imposición de gravosos requisitos adicionales a unas operaciones que se realizaban de forma pacífica en el mercado, sin que con ello se haya conseguido un incremento apreciable de la seguridad jurídica.

Adolece además el precepto, como se expondrá con posterioridad, de ciertas deficiencias técnicas que dificultan sobremanera su interpretación. Dado que la reciente directiva 2009/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009, deberá ser traspuesta a más tardar el 30 de junio de 2011 obligará de nuevo a la modificación del régimen español en materia de modificaciones estructurales, quizá sería conveniente –si es que no se hace antes- solucionar las imperfecciones del régimen legal, así como las que aquejan a nuestra regulación sobre asistencia financiera en general.

### III. ANTECEDENTES LEGISLATIVOS

<sup>8</sup> Sí ha de tenerse en cuenta, no obstante que en estas operaciones los compromisos relacionados con la fusión son algo distintos. No se exige la fusión entre SPV y Target, pero puede venir obligada como consecuencia lógica de otros compromisos contractuales adquiridos.

<sup>9</sup> No corresponde analizar los entresijos de las operaciones realizadas con el asesoramiento de otros profesionales del derecho, teniendo en cuenta que la prácticas seguidas hasta la fecha se verán modificadas por las novedades legislativas. No obstante al lector puede resultarle revelador del proceder en este sentido acudir a los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en la página [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es) y comprobar por sí mismo los detalles de las relativamente frecuentes operaciones en las que una OPA ha sido formulada por una SL patrocinada por una o más entidades de capital riesgo.

<sup>10</sup> En este sentido, pueden citarse las consultas vinculantes de 28-05-2007 (V1088/2007) y de 19-07-2007 (V1602/2007) que aceptan el cumplir con los requisitos establecidos por los bancos o la modificación que origina en las condiciones de los contratos financieros la operación de fusión como motivos adecuados a los efectos de la aplicación del régimen especial.

<sup>11</sup> Para una exposición concisa en este sentido, ver BEIGVEDER MONTERO, “Fusión *apalancada*, *rescisión concursal* y *proyecto de ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*”, Revista de derecho concursal y paraconcursal, N<sup>o</sup> 10, Madrid, 2009 págs 361-367

El artículo 35 LMESM es una norma novedosa que no tiene ningún antecedente en el derecho positivo español<sup>12</sup> y por tanto carece de antecedentes legislativos propiamente dichos. Los antecedentes más cercanos que se pueden utilizar para intentar esclarecer el significado del precepto son los originados en la tramitación parlamentaria de la LMESM.

El artículo 35 LMESM ya se contemplaba (entonces con el número 33), en la Propuesta de Anteproyecto de Ley elaborado por la Comisión General de Codificación de fecha 23 de marzo de 2007. El texto contenido en dicho Anteproyecto era ya bastante similar al que finalmente se ha aprobado.

Junto con el entonces artículo 33, la Disposición Adicional Cuarta de la Propuesta incluía una modificación al artículo 81 de la LSA que vendría a sustituir el régimen vigente de prohibición absoluta por uno que legalidad condicionada al cumplimiento de ciertas garantías y condiciones, tal y como permite la Directiva 2006/68/CE.

Finalmente, el nuevo artículo 81 bis de la LSA, también incluido en la Disposición Adicional Cuarta de la Propuesta, contenía ciertas normas específicas que resultarían de aplicación cuando en una operación que entrañase asistencia financiera permitida (según la nueva redacción que tendría el artículo 81), intervinieran personas vinculadas (básicamente, deberes de fidelidad y de abstención).

Por tanto, el artículo 35 LMESM (entonces art. 33) venía a ser una de las partes de una reforma de gran calado en el marco regulador de la asistencia financiera, sustituyendo la prohibición absoluta del régimen legal vigente (por lo menos en sociedades anónimas) por un sistema de legalidad condicionada al cumplimiento de ciertas cautelas, que incluía una flexibilización específica en el ámbito de las fusiones entre sociedades relacionadas con para cuya adquisición hubiera mediado apalancamiento financiero.

Como ya señalé con anterioridad, la flexibilización en relación a este último supuesto no parecía necesaria a la luz de la actitud que ante este fenómeno venían manteniendo los operadores jurídicos. Es más, podría considerarse que incluso la posición ajena al régimen de prohibiciones de la que gozaba la fusión con apalancamiento financiero se vería definitivamente perturbada.

El Proyecto de Ley remitido al Congreso el 30 de mayo de 2008 suprimió la modificación proyectada del artículo 81 de la LSA (si bien se mantenía el 81 bis, que lógicamente fue posteriormente suprimido). El artículo 33 no obstante seguía sin variaciones significativas respecto a lo previsto en la Propuesta.

Durante la tramitación parlamentaria se volvió a proponer la introducción del artículo 81 bis, pero las enmiendas fueron rechazadas tanto en el Congreso como en el Senado<sup>13</sup>. Por su parte, el todavía artículo 33 sufrió la adición de un último párrafo del siguiente tenor literal: "En estos supuestos será necesario el informe de expertos, incluso cuando se trate de acuerdo unánime de fusión". Como veremos más adelante, este añadido es de fundamental

---

<sup>12</sup> No así en el derecho extranjero. Existe una previsión prácticamente igual en el Código Civil italiano, el art. 2501-bis.

<sup>13</sup> Ver las enmiendas números 17, 69 y 80 presentadas durante la tramitación en el Congreso, publicadas en el BOCG el día 8 de octubre de 2008, así como la número 5 presentada en la tramitación ante el Senado, publicada en el BOCG de 18 de febrero de 2009.

importancia a la hora de intentar esclarecer la que quizá sea la cuestión de mayor importancia en relación al precepto (ver IV.2.1.posterior)<sup>14</sup>.

Como puede verse, realmente el artículo 35 LMESM es el único superviviente de una serie de artículos que venían encaminados a modificar sustancialmente la regulación legal de la asistencia financiera en nuestro ordenamiento y es en este contexto en el que cobra verdadero sentido, como norma flexibilizadora de las limitaciones legales (teóricamente) existentes, pese a contener en su redacción alguna referencia confusa a operaciones con activos que pudiera hacernos pensar en otras posibles interpretaciones.

#### **IV. REGULACIÓN POSITIVA EN NUESTRO ORDENAMIENTO DE LAS ADQUISICIONES APALANCADAS SEGUIDAS DE FUSIÓN ENTRE ADQUIRIDA Y ADQUIRENTE: EL ARTÍCULO 35 DE LA LMESM:**

##### **IV.1 Aproximación general al precepto:**

Fruto de la tramitación parlamentaria descrita en el apartado anterior, llegó finalmente el artículo 35 de la LMESM en su redacción actual:

“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.<sup>a</sup> El proyecto de fusión deberá indicar los recursos y los plazos previos para la satisfacción por la sociedad resultante de las deudas contraídas para la adquisición del control o de los activos

2.<sup>a</sup> El informe de los administradores sobre el proyecto de fusión debe indicar las razones que hubieran justificado la adquisición del control o de los activos y que justifiquen, en su caso, la operación de fusión y contener un plan económico y financiero, con expresión de los recursos y la descripción de los objetivos que se pretenden conseguir.

3.<sup>a</sup> El informe de los expertos sobre el proyecto de fusión debe contener un juicio sobre la razonabilidad 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.”

---

<sup>14</sup> Enmienda número 40 del Grupo Parlamentario Popular en la tramitación del Congreso. Inicialmente no contenía el citado párrafo, pero en el informe de la Ponencia Relativa al Proyecto de Ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles publicado el 2 de diciembre de 2008, consta que se propuso la aceptación de la enmienda añadiendo el párrafo citado.

Como ya he expuesto con anterioridad, estimo que el artículo 35 de la LMESM es en realidad una norma encuadrable en el régimen de asistencia financiera, orientada al suavizar la prohibición general contemplada en los artículos. 80 LSA y 40.5 LSRL para el supuesto específico de la fusiones en el marco de adquisiciones apalancadas. Entiendo que esta conclusión se desprende tanto de la tramitación parlamentaria expuesta con anterioridad<sup>15</sup>, como de la propia exposición de motivos de la ley<sup>16</sup>. Las posiciones doctrinales hasta la fecha también parecen avalar esta consideración<sup>17</sup>.

Así, esta norma específica del régimen de asistencia financiera fija los requisitos que han de cumplir las fusiones derivadas de operaciones con apalancamiento financiero para no infringir la prohibición general. Asimismo, tampoco infringirán la prohibición de asistencia financiera todas aquellas operaciones de fusión realizadas con posterioridad a una adquisición apalancada que no cumplan los requisitos para entenderse comprendidos dentro del ámbito objetivo o temporal marcado por el legislador. Es decir: al introducir en el ordenamiento jurídico el artículo 35 LMESM, el legislador ha escogido qué operaciones de fusión podían entrañar algún riesgo y las ha sometido a requisitos específicos, excluyendo y permitiendo con carácter general aquellas que no lo entrañan sin requisito adicional alguno<sup>18</sup>.

Ha de señalarse que los presupuestos de aplicación del precepto comentado no encajan con los contornos de la normativa de asistencia financiera, sino que desbordan su ámbito objetivo y subjetivo notablemente, causando que el artículo 35 LMESM se aplique tanto a sujetos que no son ni sociedades anónimas ni limitadas como a operaciones que no suponen la adquisición ni de acciones ni de participaciones. De hecho, el precepto es de tal amplitud que llega a incluir la fusión entre dos sociedades cuando una de las dos adquirió previamente activos de la otra recurriendo a financiación ajena, lo que como más adelante se verá, aparte de producir distorsiones interpretativas en el precepto, tiene una utilidad más bien escasa.

Lamentablemente, y aunque pueda parecer contradictorio con el enfoque que vengo defendiendo, no queda más remedio que aplicar el artículo 35 LMESM en sus propios términos. Una cosa es que el precepto realmente esté orientado a perfilar y flexibilizar el régimen legal aplicable y otra muy distinta que partiendo de la finalidad básica del precepto se pueda obviar la (a mi juicio desafortunada) literalidad del mismo. En definitiva la norma

---

<sup>15</sup> Avala esta orientación, entre otros la justificación de la enmienda número 80 presentada por el Grupo Parlamentario Catalán (Convergència i Unió) que, definió el supuesto como “*Una segunda regla particular para permitir los “BO” (buyouts: compras apalancadas) en operaciones apalancadas de modificación estructural y de inspiración italiana [...]*”.

<sup>16</sup> La exposición de motivos de la LMESM establece en su número IV que “*Más allá de los compromisos de armonización, la ley introduce otras modificaciones en el régimen de las aportaciones no dinerarios, con la adición de importantes excepciones a la exigencia de informe de experto independiente y en el régimen de la autocartera y de la asistencia financiera donde es patente aquel postulado legislativo de mayor flexibilidad*”. (el subrayado es mío). La única norma de todo el articulado de la ley que puede merecer la consideración de norma relativa a la asistencia financiera es la incluida en el artículo 35 LMESM.

<sup>17</sup> Todos los citados en la nota bibliográfica final a este artículo que tratan el tema con más o menos matices defienden esta postura, menos FERNÁNDEZ-RADAÑA, quien en su artículo “Novedades en el tratamiento de las fusiones posteriores a una adquisición apalancada (LBO)”, Capital & Corporate marzo 2009, págs 49 parece decantarse porque la normativa sobre asistencia financiera y la presentada en la LMESM no son excluyentes.

<sup>18</sup> Sería absurdo entender que las operaciones de fusión que ni siquiera importan lo suficiente al legislador como para exigirles requisitos adicionales se verán avocadas a infringir irremisiblemente las restricciones en materia de asistencia financiera.

produce una suerte de protección parcial indirecta ante la asistencia financiera mediante la regulación de un supuesto concreto de fusión.

Del encuadre lógico de la norma entre aquellos preceptos que regulan la asistencia financiera debe extraerse la consecuencia de que la validez o nulidad de una fusión entre SPV apalancada y Target no será nula siempre que se cumplan los preceptos establecidos en la LMESM por causa de asistencia financiera. Tampoco se derivarán las sanciones previstas en este supuesto en el art. 89 LSA. En este sentido la LMESM guarda una relación de especialidad con la LSA que evita que cumulativamente puedan derivarse consecuencias de la aplicación de ambas normas<sup>19</sup>. No podrá tampoco predicarse responsabilidad alguna de los administradores por haber realizado una fusión en contravención de los arts. 80 o 40.5. Sí quizás de la infracción de ciertas infracciones de la LMESM como veremos más adelante

## **IV.2. Ámbito de aplicación:**

### **IV.2.1 Ámbito de aplicación temporal: el plazo de tres años:**

La norma exige para su aplicación que las deudas se hayan contraído dentro de los tres años anteriores a la fusión.

Dejando al margen las (inescrutables) razones que haya podido tener el legislador para establecer este plazo, interesa destacar desde un punto de vista práctico que tres años es un plazo mucho mayor que el permitido por los bancos en las financiaciones de adquisiciones, el cual muy rara vez excede de los 18 meses, siendo este último plazo también bastante generoso<sup>20</sup>.

El día en el que debe iniciarse el cómputo del plazo ha de ser el día en el que se haya contraído la deuda, independientemente del día en el que esta pueda ser exigible<sup>21</sup>.

Ha de tenerse también en cuenta, sobre todo en el ámbito de la financiación bancaria, que pueden suscitarse dudas sobre cuando debe comenzar el cómputo inicial del plazo en aquellos contratos en los que el momento de formalización del mismo y el momento en que el financiado hace uso de los fondos para sufragar la adquisición no coinciden<sup>22</sup>. Considero

---

<sup>19</sup> No interpretar que existe una relación de especialidad que excluye la apreciación de las prohibiciones generales de asistencia financiera podría avocar a un resultado verdaderamente dantesco: aplicación conjunta de requisitos adicionales y prohibiciones legales, en la que el llamado a poner paz sería un experto que no sería ni profesional del derecho (ver el último inciso de la regla tercera del 35 LMESM) que no sería ni profesional del derecho.

<sup>20</sup> Únicamente se suelen conceder plazos mayores cuando concurren impedimentos legales o derivados de compromisos contractuales con terceros que obligan a esperar su desaparición. En el caso de que haya más de una Target o que esta tenga filiales, las afectadas se excluyen expresamente obligando a las restantes a cumplir con la obligación de fusionarse en el plazo establecido al efecto.

<sup>21</sup> El supuesto normal, de hecho será precisamente que la exigibilidad, cuando menos parcial, de la deuda incurrida sea posterior a la conclusión del plazo de tres años, toda vez que este plazo es bastante menor del habitualmente solicitado a las entidades de crédito.

<sup>22</sup> De hecho, en las operaciones de capital riesgo es el supuesto habitual, salvo para operaciones de menor tamaño. Lo normal es que entre el día en que se formaliza el compromiso de compra por parte del SPV y los vendedores y el día en el que se lleva a cabo la consumación del contrato pasen varias semanas, en las que se ha de dar cumplimiento a una serie de variadas condiciones (tales como los permisos preceptivos de autoridades o los consentimientos de terceros al cambio de control en Target). Sin embargo, los vendedores suelen poner como

que en estos casos, aunque técnicamente la deuda no se genera hasta que efectivamente se disponga de los importes comprometidos, la fecha a tener en cuenta es la del otorgamiento del contrato de financiación. No puede obviarse el hecho de que por la mera suscripción del contrato ya se generarán ciertas deudas a cargo de la acreditada (tales como las comisiones de disponibilidad o de estructuración) independientemente de que efectivamente se llegue a hacer uso de los fondos destinados a la adquisición o no.

Si la financiación estuviera sometida a condiciones suspensivas tales que sin cuyo cumplimiento los contratos de financiación produjeran efecto alguno, hemos de entender que la fecha a partir de la cual el plazo empezará a correr será también la del otorgamiento, toda vez que una vez cumplidas dichas condiciones los efectos del mismo se retrotraerán al momento del otorgamiento del contrato, en virtud de lo establecido en el artículo 1120 del Código Civil<sup>23</sup>.

El momento relevante para determinar si una fusión se ha realizado dentro del plazo de tres años establecido en la norma viene marcado por el proyecto de fusión. No puede entenderse que el momento relevante sea un momento posterior ni mucho menos aquel en el que la fusión despliegue todos sus efectos, puesto que los requisitos adicionales necesarios para llevar a cabo la fusión básicamente tienen como objeto el proyecto de fusión. Ninguno de ellos podrá cumplirse si la fusión ya se ha llevado a cabo, y razones de elemental seguridad jurídica desaconsejan que se exija a los partícipes en una operación de fusión que deban predecir la fecha en la que esta será efectiva para evaluar si deben o no someterse a ciertos requisitos previos.

Por último, y aunque nada disponga la ley en este sentido, si las deudas se extinguieron antes de realizar la fusión, lo dispuesto en el precepto comentado tampoco será de aplicación, al no existir situación que merezca protección legal alguna.

#### IV.2.2. Ámbito de aplicación subjetiva:

Entiendo que, ante una mayor concreción de la norma en este sentido, el ámbito subjetivo del artículo debe coincidir con el de la propia ley (art. 2). Hubiera sido deseable que, en consonancia con la finalidad de la norma, se hubiera restringido la aplicación de precepto a las sociedades susceptibles de incurrir en asistencia financiera.

Cuestión diversa y de mayor importancia que se tratará en el lugar oportuno es determinar si, además de resultar aplicable el precepto, todos los requisitos establecidos en el mismo serán de aplicación a Sociedades Anónimas y Limitadas por igual o únicamente a las Sociedades Anónimas.

#### IV.2.3. Ámbito de aplicación objetiva:

---

condición para firmar el contrato de compraventa que el SPV ya cuente con la financiación necesaria para pagar el precio, lo que se demuestra normalmente con el otorgamiento del contrato de crédito mediante el cual se pagará el precio en unidad de acto con el contrato de compraventa.

<sup>23</sup> Podría plantearse el caso de que los propios documentos de la financiación prevean que el cumplimiento de las condiciones suspensivas otorgará efectos al contrato desde una fecha posterior a la de su otorgamiento, en cuyo caso entiendo que habrá que estarse a esta última.

En este apartado, han de considerarse dos cuestiones diferenciadas: (i) por una parte, debe determinarse qué es lo que ha de entenderse por deudas contraídas para la adquisición; y (ii) qué es lo que debe entenderse por “control de otra sociedad” y “activos esenciales para su normal explotación o que sean de importancia por su valor patrimonial”.

#### IV.2.3.1. Concepto de Deuda

Entiendo, con Lopez Mateo<sup>24</sup> que el concepto de “deuda” a que hace referencia el precepto comentado ha de interpretarse, exclusivamente, como obligación de dar dinero. Entiendo que tanto la utilización del término “deudas”, de evidente matiz dinerario respecto del más genérico “obligaciones”, como la redacción general del precepto parece avalar esta interpretación.

No es exigible sin embargo una ligazón causal entre la obtención de la financiación y su aplicación a la toma de control. Las deudas deben contraerse para adquirir el control, pero los fondos no tienen que venir de un tercero y ser reutilizados para este fin: es posible la modalidad de plazo aplazado.

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 determinar la aplicación del precepto comentado. Tampoco es relevante, en la modalidad de adquisición de activos que veremos más adelante, la proporción que tenga la deuda respecto del valor de los activos adquiridos.

Tampoco influirá que junto con la finalidad de adquirir el control de la sociedad objetivo concurren otras finalidades adicionales, tales como la financiación de la actividad de la sociedad objetivo, situación esta que seguramente concurrirá en una adquisición apalancada en el sector del capital riesgo, tal y como vimos en el apartado II anterior.

#### IV.2.3.2. Concepto de “control de otra sociedad” y “activos esenciales para su normal explotación o que sean de importancia por su valor patrimonial”

A diferencia de lo que ocurre en el ámbito de la asistencia financiera, la ley no fija su ámbito de aplicación objetiva en la adquisición de acciones o participaciones, sino en la adquisición del “control”.

La omisión de una mayor concreción en este ámbito por parte del legislador es criticable, por cuanto los supuestos de “control” que aparecen definidos en nuestro ordenamiento (y que a falta de mayor concreción legal en este sentido deberemos aplicar) son de una amplitud enorme, y contemplan situaciones de poder que no necesariamente implican la participación en el capital social<sup>25</sup>. Podría por tanto ser de aplicación a supuestos tales como el control en virtud de instrumentos de naturaleza meramente contractual o de pactos extraestatutarios combinados con participaciones minoritarias.

---

<sup>24</sup> *Op cit.* II pág 851.

<sup>25</sup> Así, el artículo 87 de la Ley de Sociedades anónimas considera sociedad dominante de otra a la que directa o indirectamente disponga de la mayoría de los derechos de voto de otra sociedad o que, por cualesquiera otros medios pueda ejercer una influencia dominante sobre su actuación, presumiendo que esta última circunstancia se da en aquellos supuestos previstos en el art. 42.1 del Código de Comercio.

Puede pensarse, por ejemplo, en que una sociedad adquiriera el control de otra invirtiendo fondos en ella mediante un préstamo (que a su vez financió previamente) garantizado con prenda de acciones o participaciones sociales en las que se contemple el ejercicio el derecho de voto por el acreedor. También puede darse el caso de un inversor que financie su entrada en el capital social mediante una participación minoritaria pero exigiendo un contrato con los demás socios que le otorgue el control de la sociedad<sup>26</sup>. Sí es verdad que aún en estos supuestos la relación entre la contracción de deudas y la adquisición debe también exigirse y no darse de un modo sobrevenido<sup>27</sup>.

Por otra parte, muchas de estas otras operaciones tampoco suponen riesgo para Target. Así, el inversor que inyecta fondos directamente en Target o el que, en lugar de adquirir una participación minoritaria de un tercero suscribe una ampliación de capital, realmente fortalecen los recursos de esta entidad. El perjuicio únicamente podría derivarse de las diferentes condiciones financieras de la deuda bancaria obtenida frente a la deuda contraída por Target al SPV.

Respecto a la modalidad de adquisición de activos de la sociedad Target “esenciales para su normal explotación o que sean de importancia por su valor patrimonial” es preciso hacer ciertas precisiones.

En primer lugar ha de señalarse que llama poderosamente la atención la inclusión de activos distintos de acciones o participaciones sociales en el ámbito objetivo de la norma. Aunque en definitiva no se trate más que de una opinión personal que no tiene apoyatura en la norma objeto de análisis, me inclino a pensar que seguramente esta extensión del ámbito objetivo de la norma viene a constituir una suerte de (desafortunada) norma de cierre del sistema. Con ella se impediría que el SPV, en lugar de adquirir Target y luego fusionarse con ella, optase por conseguir financiación para adquirir en primer lugar los activos principales de Target y luego adquiriera esta sociedad “vacía de contenido” sin necesidad de incurrir en deuda para adquirir el control, para acometer a continuación la fusión.

La explicación anterior es la única lógica que me parece posible, toda vez que, a diferencia de lo que ocurriría en el caso de una fusión posterior a una toma de control (en la que el precio va al vendedor y la deuda acaba en Target), cuando se adquieren directamente los activos de Target, el precio va a Target, con lo que al fusionar ambas entidades confluyen en una misma entidad activo y precio pagado. No parece que exista por tanto un interés que deba ser protegido, por cuanto que el único perjuicio posible podría derivar de que las condiciones de la financiación del activo resultasen demasiado onerosas y no pudieran ser

---

<sup>26</sup> En el ámbito de sociedades de responsabilidad limitada me parece que discriminar entre ambas situaciones tiene aún menor sentido que en el ámbito de las sociedades anónimas. No debe perderse de vista que el art. 53.3 de la LSRL –objeto de general ninguneo fuera del ámbito de las operaciones más sofisticadas- permite unas posibilidades de atribución del derecho de voto en la Junta General muy similares a las que de ordinario se pactan en los pactos extraestatutarios.

<sup>27</sup> Quedan por tanto al margen de la aplicación del precepto aquellos casos en los que desde un principio la toma de participación o préstamo no respondan a la finalidad de adquirir el control de Target. También quedan excluidos, con más razón aquellos en los que las prendas otorgadas en garantía de los compromisos adquiridos prevén el ejercicio de los derechos políticos por el acreedor pignoraticio en caso de incumplimiento contractual. Probar un elemento intencional siempre es difícil, pero en estos casos se pone de manifiesto que lo perseguido por el inversor es la tutela de sus derechos.

contrarrestadas aplicando el precio recibido a la amortización anticipada de la financiación obtenida.

Por otra parte, y aunque esto deberá ser objeto de análisis en cada operación concreta, es probable que una operación de adquisición directa de activos hiciera aflorar una tributación que no tendría lugar en el caso de una fusión sometida a las normas de neutralidad fiscal, acarreando por tanto un coste muy superior a los costes e inconvenientes derivados de cumplir con los requisitos establecidos en el art. 35 LMESM. Veo poco probable por tanto que se vayan a realizar muchas operaciones de este tipo.

En cuanto al requisito de que los activos sean “esenciales para su normal explotación” o “de importancia por su valor patrimonial” ha de señalarse que, en este aspecto, el legislador ha optado sin más por la importación directa de dos conceptos ya existentes en la legislación vigente, más concretamente en el artículo 39.3 de la Ley de Sociedades Anónimas, que regula la responsabilidad por la aportación no dineraria a la sociedad de una empresa o establecimiento.

Lamentablemente, en nada ayuda que no se trate de conceptos nuevos, toda vez que estos dos conceptos resultan igual de oscuros en la normativa de aportaciones no dinerarias de la que se han importado que en el artículo 35 LMESM. En efecto, no han sido objeto de pronunciamientos judiciales que aclaren su significado, ni tampoco han merecido una especial atención por parte de la doctrina<sup>28</sup>.

Por tanto, la determinación de si en un caso concreto los activos adquiridos cumplen la especial cualificación exigida por la norma queda al arbitrio de los administradores de las sociedades que tomarán parte en la fusión, quienes decidirán en última instancia si la fusión quedará por tanto sujeta a los requisitos legales establecidos al efecto o no, asumiendo el riesgo de que un error en su juicio pueda conllevar una impugnación exitosa de la fusión realizada en infracción de los requisitos legales, con la grave inseguridad jurídica que ello provoca<sup>29</sup>.

### **IV.3 Requisitos adicionales exigibles en las fusiones posteriores a la adquisición de una sociedad con endeudamiento de la adquirente**

#### **IV.3.1 Los requisitos adicionales exigibles en relación al proyecto de fusión:**

Según establece la regla primera del artículo 35 LMESM, el proyecto de fusión deberá contener, adicionalmente, las siguientes menciones: “recursos y los plazos previstos para la satisfacción por la sociedad resultante de las deudas contraídas para la adquisición del control y de los activos”.

Tal y como señala el tenor literal de la norma, únicamente se exige una previsión, cuyo incumplimiento no generará responsabilidad alguna para los administradores sociales.

<sup>28</sup> De hecho, los supuestos del art. 39 LSA y del art. 35 LMESM son tan distintos que cabe pensar si realmente sería de utilidad aplicar las consideraciones vertidas en relación al primero sobre el segundo.

<sup>29</sup> Podría pensarse que este riesgo no debe ser muy grande puesto que la impugnación de una fusión está muy restringida. Quizá esto sea cierto, pero el resultado es igual de malo por defecto que por exceso: si no se puede controlar a tiempo la aplicación de la norma se da carta blanca a los administradores para decidir cuando aplicar el régimen.

Entender lo contrario significaría tanto como exigir fianza a los administradores sobre los ingresos futuros de la sociedad.

Tampoco se exige expresamente que los administradores se pronuncien acerca de la razonabilidad de sus previsiones; de hecho no se exige ni siquiera que las mismas sean razonables aunque resulta obvio, sobre todo teniendo en cuenta el análisis que deberán hacer sobre ellas los expertos.

#### IV.3.1 Los requisitos adicionales exigibles en relación al informe de los administradores sobre el proyecto de fusión:

Dicho informe deberá incluir las siguientes menciones adicionales:

- (i) las razones que hubieran justificado la adquisición del control o de los activos y que justifiquen, en su caso, la operación de fusión:

La exigencia de información contenida en este inciso no tiene a mi juicio una justificación clara. La justificación de los motivos de la adquisición antecedente a la fusión no aporta ninguna información relevante a los interesados a la hora de decidir acerca de la conveniencia o no de llevar a cabo la misma<sup>30</sup>. Curiosamente, al incluir en el inciso comentado la expresión “en su caso”, el legislador exime de justificar la operación de fusión de forma independiente, si los motivos de esta no coinciden con los de la adquisición anterior<sup>31</sup>. De los antecedentes parlamentarios examinados<sup>32</sup> se aprecia que ya en la tramitación parlamentaria se puso de manifiesto la deficiente redacción de la regla comentada, la cual a su vez ya había sido puesta de manifiesto por el Consejo de Estado en su informe sobre el proyecto de ley.

Sin embargo, el no haber enmendado la redacción del precepto ha hecho de esta regla un mandato sin mucho sentido obligando a incluir una mención en el proyecto que no aporta información y eludiendo la que sí sería relevante.

Además, ha de tenerse en cuenta que, a diferencia de lo que ocurre con los demás requisitos establecidos en las reglas 1ª y 2ª del artículo 35, no creo que pueda concluirse que la falta de racionalidad de las justificaciones ofrecidas en el informe pueda originar la responsabilidad de los administradores sociales. Al fin y al cabo las razones que tuvieron para realizar la toma de control en su momento fueron las que fueron, y no pueden revisarse a posteriori.

---

<sup>30</sup> Si los socios que no cedan su participación en la toma de control antecedente no tienen por qué ser informados de las motivaciones del adquirente en el momento de la adquisición, carece de sentido ofrecerles estas justificaciones hasta con tres años de retraso en el transcurso de una operación que perseguirá normalmente una finalidad diversa.

<sup>31</sup> Lo cual por cierto, será el supuesto más común. La toma de control en una sociedad responderá a un propósito empresarial o inversor, mientras que la operación de fusión responde a razones de índole financiera y operativa. Dicho de otro modo, las sociedades se adquieren para desarrollar su negocio o sacar un beneficio con la reventa del capital social, mientras que la fusión persigue un fin instrumental: se hará o no en función de las ventajas operativas, fiscales, financieras que una determinada estructura pueda ofrecer.

<sup>32</sup> Enmienda número 39 en la tramitación en el Congreso, presentada por el Grupo Parlamentario Popular, que pretendió limitar la mención a “las razones que hubieran justificado la adquisición del control o de los activos”.

Con todo, ante la muy deficiente redacción de la regla, y con el fin de evitar las gravosas consecuencias que podrían derivarse de la omisión de una mención necesaria en el proyecto de fusión, quizá lo más prudente sea ofrecer en el informe, junto con la mención que exige, aquella que realmente debiera haber exigido y consignar también las razones que justifiquen específicamente la oportunidad de la fusión después de la toma de control<sup>33</sup>.

- (ii) El plan económico y financiero, con expresión de los recursos y la descripción de los objetivos que se pretenden conseguir:

En relación a este requisito procede señalar que la información requerida en este caso, si bien deberá ser congruente con la información que aparezca en el proyecto de fusión, y por tanto coincidirá con ella en sus puntos básicos, tiene un alcance mucho mayor.

En el ámbito de las adquisiciones apalancadas este requisito será fácil de cumplir, toda vez que siempre es necesario ofrecer a las entidades financieras un plan económico y financiero y un detallado plan de negocio, que podrán utilizarse como base para la preparación de la información requerida por la ley.

Dado que no se contiene ninguna especificación acerca del tipo de “objetivo” sobre el que debería informarse, me inclino a pensar que no solamente los objetivos de naturaleza financiera son aceptables y que el nivel de exigencia en este sentido debe ser bajo.

#### IV.3.1 Los requisitos adicionales exigibles en relación al informe de los expertos:

El informe de expertos deberá contener “un juicio sobre la razonabilidad de las indicaciones a que se refieren los dos números anteriores, determinando además si existe asistencia financiera”

En relación al último inciso de esta regla podría plantearse cual es la naturaleza del juicio que se exige de los expertos, por cuanto que la propia dicción del mismo podría llevar a la conclusión de que el experto debe pronunciarse acerca de la adecuación de la operación proyectada a las limitaciones existentes en nuestro ordenamiento en materia de asistencia financiera.

Sin embargo, parece más razonable entender, tal y como lo hace Lopez Mateo<sup>34</sup> que el juicio del experto debe ir encaminado a “Determinar si a tenor de dichos planes económicos y de dichas indicaciones, la sociedad objeto (o vendedora de los activos) facilitará, por efecto o a raíz de la fusión, la financiación con carácter general de las otras sociedades participantes, o incluso, más en concreto, el repago de la deuda contraída para la adquisición cruzada”.

<sup>33</sup> Convengo con LOPEZ MATEO en Op. cit, II 876, en que la exigencia de justificación en este sentido es bastante laxa y podría perfectamente cumplirse señalando que la decisión de proceder a la fusión en atención a la necesidad de que el patrimonio de Target pueda responder de las deudas del SPV.

<sup>34</sup> Op. Cit II págs 880 y 881

Apreciar si con la operación de fusión se está contraviniendo la legalidad vigente en materia de asistencia financiera es una labor que, en última instancia, correspondería a los profesionales del derecho, quienes deberían realizar el análisis con anterioridad a la realización de la operación proyectada, no a expertos en cuestiones económicas.

Por otra parte, al margen del ámbito de competencia de las distintas profesiones, el argumento determinante a favor de esta postura es que, si en última instancia la verdadera ventaja que supone la inclusión del artículo 35 LMESM es desplazar la aplicación de los artículos 80 LSA y 40.5 LSRL, la necesidad de que un experto deba pronunciarse sobre este particular carece de objeto.

Vistos los concretos apartados que debe cubrir el informe de los expertos sobre la fusión, el punto de verdad reseñable y que quizás constituya el aspecto abierto a discusión más importante de todo el nuevo régimen legal de las fusiones con endeudamiento previo de la adquirente es si el informe será necesario para cualquier adquisición de control o activos o solo para las realizadas por cierto tipo de entidades.

En el caso de las adquisiciones promovidas por entidades de capital riesgo esta cuestión podría formularse incluso de una forma más sencilla, toda vez que la práctica totalidad de los SPV son sociedades de responsabilidad limitada<sup>35</sup>: ¿es de aplicación el requisito del informe de expertos a las sociedades de responsabilidad limitada o no?

En mi opinión, el informe de los expertos sobre el proyecto de fusión sí será exigible en aquellos casos en los que la sociedad resultante de la fusión sea una sociedad limitada

Es verdad que el artículo 34 de la LMESM excluye con carácter general la necesidad de informe de expertos sobre el proyecto de fusión cuando la sociedad resultante de la fusión no sea anónima o comanditaria por acciones

También es verdad que el artículo 42 de la LMESM exime, en el caso de que las sociedades participantes o la resultante de una fusión no sean anónimas o comanditarias por acciones, de cumplir con las normas generales aplicables al proyecto y al balance de fusión establecidas en las Secciones segunda y tercera del Capítulo I del título II de la ley, y que el propio artículo 35 se encuentra ubicado en la sección segunda.

Sin embargo, la propia interpretación literal del precepto es la que debe prevalecer. El propio precepto establece la necesidad del informe en su párrafo final: "En estos supuestos será necesario el informe de expertos, incluso cuando se trate de acuerdo unánime de fusión"<sup>36</sup>.

---

<sup>35</sup> Dejando al margen consideraciones de utilidad práctica y flexibilidad organizativa, no debe perderse de vista que utilizar una sociedad anónima como vehículo inversor choca además con las limitaciones establecidas en el art. 41 LSA que, salvo que se tengan los medios para proveerse de un vehículo constituido con una antigüedad superior a los dos años a la adquisición, someten a la propia adquisición al informe de un experto.

<sup>36</sup> Como se vio con anterioridad, este párrafo de redacción poco afortunada fue añadido como parte de una solución de compromiso ya bastante avanzada la tramitación parlamentaria. No tengo elementos de juicio para conocer con exactitud a qué respondió, pero lo cierto es que cambia totalmente la interpretación que ha de darse al artículo 35. Antes de que se introdujera, la postura más acorde con el texto de la norma era entender que no habría informe de experto en el caso de sociedades de responsabilidad limitada. Una vez introducido la postura respetuosa con el texto es exactamente la contraria. No puedo dejar de preguntarme al leer este apartado y comprobar su devastadora influencia si quien sugirió este "pegote legislativo" como parte de una solución de compromiso fue consciente de las profundas consecuencias interpretativas del mismo y del daño directo que produciría al sector del capital riesgo.

No me parece correcto utilizar como argumento la dicción literal del artículo 42 para eximir de la aplicación del informe de expertos a las fusiones realizadas de acuerdo con el artículo 35. Antes bien, una interpretación conjunta de ambos preceptos permite constatar de forma determinante la necesidad de dicho informe.

Al fin y al cabo, el artículo 42 establece unas exenciones de requisitos aplicables a las fusiones que se realicen entre sociedades que no sean ni anónimas ni comanditarias por acciones. El último párrafo del artículo 35 viene a reintroducir la obligatoriedad de uno de estos requisitos, afirmando que será necesario incluso en este supuesto, con lo que en definitiva introduce una “excepción a la excepción”.

Por otra parte no ha de perderse de vista que las exenciones del artículo 42 LMESM no alcanzan sociedades anónimas ni comanditarias por acciones, con lo que parece claro que al exigir informe de expertos el art. 35 incluso en estos casos, parece ir orientado a exigirlo en el único caso relevante restante: las sociedades de responsabilidad limitada.

Huelga decir que si es exigible el informe de expertos sobre un proyecto y su correspondiente informe de los administradores, deben ser exigidos también ambos.

A mayor abundamiento, si el informe es exigido incluso en estos supuestos excepcionales, con mayor razón deberá ser este realizado en aquellos casos en los que la excepción consagrada en el artículo 42 LMESM no resulte de aplicación. Otra conclusión sería absurda: en el supuesto en el que la ley exime de más requisitos a la fusión se exige un gravoso informe que no se necesita en el régimen general<sup>37</sup>.

En definitiva, la redacción del artículo vendría a decir “en los supuestos contemplados en el presente artículo será siempre necesario el informe de expertos, incluso cuando se trate de acuerdo unánime de fusión”.

Se pasa así de un sistema poco problemático en líneas generales y consolidado en la práctica a un sistema que añade requisitos adicionales gravosos en términos económicos e incómodos desde un punto de vista comercial, al exigir que la razonabilidad de los entresijos de la operación venga expuesta al conocimiento general y valorada por un tercero.

Seguramente la interpretación anterior contará con más detractores que admiradores, y es de esperar en los próximos meses interpretaciones contrarias tan fundadas o más que la que aquí se defiende, o incluso algún recepto de rango reglamentario que mitigue el daño producido por semejante precepto. Si bien entiendo mi interpretación es la correcta, habida cuenta de que las consecuencias prácticas para el sector del capital riesgo son bastante relevantes, cualquier iniciativa encaminada a enmendar el desaguisado legislativo producido con el precepto comentado será bien recibida por el autor del presente artículo<sup>38</sup>.

---

<sup>37</sup> En contra de esta interpretación, Ávila Navaro, “Modificaciones Estructurales e las Sociedades Mercantiles. Ley 3/2009” Ed. Bosch, Barcelona 2009, Tomo I pág 432.

<sup>38</sup> En relación a este punto basta con recordar lo que ha pasado con las prohibiciones generales de asistencia financiera: ante el daño potencial de unas prohibiciones generales y abstractas una buena parte de los esfuerzos de la doctrina han ido encaminados a intentar mitigar sus perniciosos efectos, muchas veces amparados en criterios prácticos.

Por lo demás, y sin ánimo de desmerecer la labor ajena, algo que no parece haber tenido el legislador en mente es que difícilmente podrá encontrarse un experto cuando menos igual de preparado para evaluar la razonabilidad de la operación tanto de adquisición como de fusión que los propios implicados: no debe perderse de vista en ningún caso que tanto los profesionales que planifican las inversiones de las entidades de capital riesgo como los banqueros de los equipos de “leveraged finance” que actúan como entidades directoras en estas financiaciones pueden considerarse profesionales de élite en el sector financiero. Muy pocos profesionales gozan de una preparación semejante para la evaluación de los riesgos y también tienen comités de riesgo que supervisan su labor. Las entidades financieras además son las que asumen un mayor riesgo a cambio de una retribución menor<sup>39</sup>, con lo cual serán poco proclives a aceptar proposiciones de inversión pobremente sustentadas desde un punto de vista económico<sup>40</sup>. Además, muchas veces las estimaciones y proyecciones son evaluadas por, o traen causa directa de, informes emitidos por asesores financieros también altamente especializados.

#### IV.4 Las consecuencias de la infracción de los requisitos legales:

Entiendo que la ausencia de las menciones previstas en la ley determinará la nulidad de la fusión por incumplimiento de los requisitos legales (artículo 47 LMESM)<sup>41</sup>. Dada la poca claridad con la que se expresa la ley al tratar el momento desde el que la nulidad de la fusión deviene inimpugnable<sup>42</sup>, podemos entender que esto ocurrirá, a más tardar, a los tres meses de que la inscripción de la misma fuera oponible al impugnante.

Entiendo también que la falta de corrección de las menciones adicionales exigidas en los términos expuestos con anterioridad no producirán este efecto<sup>43</sup>. A efectos prácticos ha de señalarse que sería muy difícil que la información adicional ofrecida, formalmente correcta y

---

<sup>39</sup> Debe tenerse muy presente es que en la adquisición apalancada típica –que a su vez es el arquetipo de operación de adquisición con endeudamiento de la adquirente-, quienes de verdad están asumiendo la mayor parte del riesgo son las entidades financieras, cuyos intereses no están del todo alineados con los promotores de las operaciones: un banco no autoriza la operación de adquisición inicial si no tiene indicios de que va a poder cobrar lo que presta y es por fuerza más conservador que aquellos que invierten menos dinero a cambio de mayor beneficio.

<sup>40</sup> Quizá crea el lector que puede ponerse en tela de juicio esta última afirmación en vista de la contribución de la actuación de las entidades financieras a la crisis económica actual. Piense no obstante si la intervención de profesionales elegidos al azar (y por ello con una probabilidad grande de estar peor preparados) para una valoración semejante en una coyuntura de continuo crecimiento económico hubiera producido resultados distintos.

<sup>41</sup> No parece posible que este defecto se ponga de manifiesto en la fase de depósito del proyecto, a tenor de lo dispuesto en el artículo 226.2 RRM.

<sup>42</sup> El artículo 47.1 LMESM señala que desde la inscripción, para concederse en el número siguiente del mismo artículo un plazo de tres meses a contar desde el momento en que fuera oponible la nulidad.

<sup>43</sup> Como he expuesto con anterioridad, las manifestaciones de los administradores son fundamentalmente de carácter predictivo. Otra cosa será –y ahí si cabe pensar en una nulidad radical- que la información presentada en el proceso de fusión sea intencionadamente falsa. En este caso también cabría analizar consecuencias más serias para los administradores que exceden del propósito del presente trabajo.

validada por un experto se revelase adecuada para causar una impugnación en un plazo tan breve como lo son tres meses.

La brevedad del plazo legal concedido para las impugnaciones deja sin embargo a salvo los efectos que puedan derivarse para aquellos responsables de dichas incorrecciones. Estos efectos derivarán fundamentalmente de las reglas generales que regulan la responsabilidad civil de los administradores sociales. Entiendo que podría generarse responsabilidad de los administradores por una falta de razonabilidad de sus hipótesis, pero hasta esta posibilidad parece relativamente remota<sup>44</sup>, sobre todo si su postura es confirmada por el experto. No creo que si los administradores han obrado razonablemente al planear la operación de fusión se les pueda luego exigir responsabilidad por el mero hecho de que una vez realizada la fusión las previsiones se revelen erróneas y haya quienes sufran un perjuicio económico de ello. A fin de cuentas, la operación realizada al amparo del art. 35 LMESM será plenamente lícita, no incumplirá la normativa de asistencia financiera y los administradores habrán obrado diligentemente.

La infracción de las normas de la LMESM no causará de forma automática la aplicación de las normas de la LSA y la LSRL al supuesto, toda vez que aquella guarda una relación de especialidad sobre estas.

Cabe preguntarse si aquellos que tengan derecho de oposición podrían ejercitar también las acciones de responsabilidad o si simplemente la existencia de este derecho debería ser considerado contrapartida suficiente<sup>45</sup>. Entiendo que ambas posibilidades son compatibles, toda vez que los sujetos frente a los que se dirigen son distintos. Otra cosa será que un ejercicio del derecho de oposición seguramente elimine el posible daño al acreedor ejercitante, y que la renuncia expresa al mismo también podría entenderse (aunque no necesariamente) como excluyente de la responsabilidad de administradores al haber estado el acreedor en posición de eliminar el daño potencial y no haberlo hecho.

## **V. CONSECUENCIAS PRÁCTICAS EN LAS OPERACIONES DE FINANCIACIÓN**

Como consecuencia de la exigencia de un informe de expertos la forma de abordar las operaciones de adquisición con apalancamiento financiero deberá cambiar drásticamente.

Hoy en día las entidades financieras, cuando dan la financiación necesaria para acometer una operación de adquisición apalancada confían en que la posterior fusión entre el SPV y Target será una posibilidad muy real, prácticamente segura. Este hecho se tiene en consideración a la hora de evaluar el riesgo de la operación e incluso a la hora de evaluar las

---

<sup>44</sup> En definitiva, ¿qué es lo razonable? ¿cómo incidió esta falta de razonabilidad en la generación del daño? y otros típicos problemas que nos encontramos a la hora de aplicar las normas de responsabilidad civil.

<sup>45</sup> En la regulación anterior esta cuestión no se planteaba, toda vez que la nulidad radical de la operación podría acarrear, en última instancia, la restitución de los importes pagados a las entidades financieras, lo que dejaría activos libres para pagar las deudas de todos. Las entidades financieras, por su parte, difícilmente podrían reclamar nada tampoco a los administradores, toda vez que ellas mismas fueron cuando menos cómplices de la situación ilegal, lo que en términos de responsabilidad civil significa incidir de forma determinante en el nexo causal del daño sufrido.

condiciones económicas que se deben ofrecer a la entidad inversora (la imposibilidad de la fusión incrementa el riesgo, lo que podría justificar un encarecimiento de la financiación).

Esta asunción de partida desgraciadamente no va a ser necesariamente así en el futuro. Las entidades financieras tienen que ser muy conscientes de que las operaciones que financien no siempre podrán culminar en una fusión. Si los expertos llamados a emitir informe tienen reservas sobre la razonabilidad del proyecto o el informe, nadie en su sano juicio seguirá apoyando la fusión, a la vista de las consecuencias que podrían derivarse de proceder de este modo. De hecho, los administradores sociales no serían los únicos que se expondrían a consecuencias potencialmente gravosas. También podría pensarse en consecuencias desagradables para las entidades financieras, que en caso de que la fusión se llevara a cabo y la compañía resultante de la fusión no fuera capaz de atender sus pagos podrían verse en una situación francamente comprometida<sup>46</sup>.

Como consecuencia de lo expuesto en el párrafo anterior, ahora las entidades bancarias seguramente sigan exigiendo en la documentación financiera que se desarrollen los trámites precisos para realizar la fusión, pero deberán contemplar dos escenarios posibles:

- (i) Aquel en el que la fusión podrá ser llevada a cabo. Este será el escenario deseable;
- (ii) Aquel en el que la fusión no podrá ser llevada a cabo. Este escenario es poco deseable, toda vez que se concentrará el mayor riesgo en el SPV y las garantías en Target. Pasa ahora de ser un escenario de mucha importancia, frente al carecer casi residual que ofrecía hasta nuestros días.

Añadiendo el elemento temporal a la cuestión, el asunto se vuelve aún menos seguro: es posible que entre el momento de formalizar la adquisición y acudir al crédito y el momento de realizar la fusión hayan cambiado las circunstancias de forma tal que si bien era razonable prever una valoración positiva de un tercero cuando comenzó la operación, sea ahora más probable no contar con la misma. Este elemento de incertidumbre me conduce a pensar que también es previsible que los plazos previstos en la documentación financiera para conseguir la fusión se acorten.

## **VI. CONCLUSIONES:**

1. El legislador, con el ánimo de excluir de la prohibición general y abstracta contenida en materia de asistencia financiera en los artículos 80 LSA y 40.5 LSRL a las fusiones que traen causa de una adquisición apalancada, ha creado un régimen específico para este supuesto.

2. La mera existencia de este régimen, independientemente de que una fusión concreta no deba sujetarse al mismo por no cumplir los presupuestos fijados por la norma para su aplicación aclara definitivamente que el supuesto de fusión posterior a una adquisición con apalancamiento financiero no contraviene las limitaciones en materia de asistencia financiera. Este régimen es ley especial frente al general de la asistencia financiera.

---

<sup>46</sup>Realmente esta cuestión debería ser objeto de un estudio separado distinto del que se aborda aquí, pero pensemos, por ejemplo, en un uso dañino de esta información para fundamentar una eventual mala fe en una acción de reintegración del art. 72 de la Ley Concursal. Seguramente el caso base consensuado con el banco.

3. Las sociedades de responsabilidad limitada no gozan de exención alguna en la aplicación de los requisitos establecidos que incluyen, entre otros, un informe de expertos.

4. Dado que en el marco regulatorio anterior a la LMESM ya se venía entendiendo que el las fusiones entre sociedad adquirente y adquirida mediando apalancamiento financiero no infringían las limitaciones existentes en materia de asistencia financiera, el resultado práctico del cambio normativo causa un agravamiento considerable respecto la situación respecto de la existente antes de la publicación de la norma.

5. La nueva normativa tiene un impacto directo en las operaciones realizadas por las entidades de capital riesgo, que son las que principalmente realizan operaciones de adquisición con apalancamiento financiero.

6. Entre las implicaciones que para el sector tiene esta norma también se encuentran implicaciones que pueden condicionar notablemente la forma de realizar las operaciones y que en el futuro obligarán a prever con carácter general dos escenarios con una posibilidad real de aplicación: aquel en que la fusión se lleve a cabo y aquel en el que ello no resulte posible.

\*\*\*\*\*

#### NOTA BIBLIOGRÁFICA:

En aras de la brevedad, se incluyen en este apartado únicamente las contribuciones relevantes que toman en consideración la LMESM, que no son muchas, con una breve nota sobre el contenido. Sobre el marco regulatorio inmediatamente anterior a la aparición de dicha ley, existe sin embargo un copioso cuerpo doctrinal (que por razones obvias solo resulta útil para el apartado II de este artículo) y que no incluyo aquí por razones prácticas:

- ÁVILA NAVARRO “Modificaciones estructurales de las Sociedades Mercantiles. Ley 3/2009 (Tomos I y II)” Ed. Bosch, Barcelona 2009. Obra de carácter general sobre la ley. No es especialmente amplia sobre el objeto de este artículo, pero sí un útil instrumento de consulta general.
- BEIGVEDER MONTERO, “Fusión apalancada, rescisión concursal y proyecto de ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles”, Revista de derecho concursal y paraconcursal, Nº 10, Madrid, 2009 págs 361-367. Breve pero muy interesante artículo que aporta además, en su apartado IV, concisas consideraciones acerca de la posible reintegración concursal de una fusión.
- HIDALGO ROMERO y MOYA YOLDI, “Consideraciones sobre la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias a la luz de la tramitación parlamentaria del proyecto de ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles” Revista Aranzadi Doctrinal, nº 1, Pamplona, 2009, págs 101 y ss. Especialmente interesante para quien desee profundizar en la legislación comunitaria sobre asistencia financiera y el estado de la cuestión antes de la promulgación de la LMESM. También es de destacar su apartado bibliográfico.

- FERNÁNDEZ-RADAÑA, “ Novedades en el tratamiento de las fusiones posteriores a una adquisición apalancada (LBO)”, Capital & Corporate marzo 2009, págs 48 y ss. Artículo de comentario general al art. 35 LMESM.
- LÓPEZ MATEO “Asistencia Financiera: análisis y crítica del derecho vigente. Ley 3/2009”, Revista de Derecho Mercantil, Madrid, 2009, números 272 y 273 (págs. 541 y ss. del número 272 y 835 y ss. del número 273). Voluminoso y profundo artículo llamado a convertirse en obligada referencia, no solo en relación al objeto de este trabajo, sino a las cuestiones generales que despierta el régimen de la asistencia financiera en derecho español en aras a una posible reforma del mismo.
- MARTÍN, T “Fusión y Asistencia Financiera. El plazo es de tres años” aparecido en el blog del IE law school (<http://cervello.blogs.ie.edu/2009/10/fusion-y-asistencia-financiera-el-plazo-es-de-tres-anos.html>). Breve comentario al art. 35 de la LMESM.
- VICENT CHULIÁ “Reforma del régimen de la fusión y otras modificaciones estructurales (ante la Directiva 2005/56/CE sobre fusión transfronteriza y el anteproyecto de Ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles de 14 de junio de 2007” Revista de Derecho Patrimonial, Aranzadi, Pamplona, 2008 número 20, págs 25 y ss. Si bien es una obra que toma como referencia el trabajo legislativo en un momento muy preliminar por lo menos en lo que respecta al régimen analizado en este artículo (tiene como referente el Anteproyecto), y es de carácter general, es muy buen referente para cuestiones generales.