



*Documentos de Trabajo del Departamento de
Derecho Mercantil*

2011/38

Abril, 2011

**FUSIONES APALANCADAS, ASISTENCIA FINANCIERA Y CONCURSO
(oportunidad y acierto del art. 35 LME)**

**JUAN SÁNCHEZ-CALERO
ISABEL FERNÁNDEZ TORRES**

Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho.
Universidad Complutense.
Ciudad Universitaria s/n.
28040 Madrid
00 34 -913 94 54 93
E-mail: jscalero@der.ucm.es
E-mail: ifertorres@der.ucm.es

<http://www.ucm.es/centros/webs/d321/>

Documento depositado en el archivo institucional *EPrints Complutense*
<http://eprints.ucm.es/>

Copyright © 2011 Por los autores

FUSIONES APALANCADAS, ASISTENCIA FINANCIERA Y CONCURSO*
(Oportunidad y acierto del art. 35 LME)

JUAN SÁNCHEZ-CALERO/ISABEL FERNÁNDEZ TORRES**

RESUMEN: En los últimos años han sido muy frecuentes las denominadas compraventas apalancadas, también conocidas en el tráfico mercantil como “*leveraged buy out*” (LBO). Estas operaciones, sin embargo, han planteado tradicionalmente problemas en cuanto a su licitud al entenderse que vulneraban la prohibición de asistencia financiera razón por la cual el legislador optó por regular las operaciones apalancadas con posterior fusión en la Ley de Modificaciones Estructurales de 4 de abril de 2009. La nueva normativa no ha puesto fin a todas las incertidumbres que existían con anterioridad a la reforma y suscita nuevas dudas. A todo ello se añade el hecho de que en el actual contexto de crisis, algunas sociedades tras el LBO pueden encontrarse en una situación de insolvencia siendo inevitable el concurso. En ese supuesto, se plantean con especial dureza el problema de la eventual responsabilidad de los administradores y el ejercicio de las acciones rescisorias. El Derecho francés, en un intento permanente de dar respuesta a los problemas que se plantean en la práctica acaba de promulgar una nueva Ley que establece un procedimiento podríamos decir *ad hoc* para la insolvencia de las sociedades que hubieran realizado una operación de LBO.

PALABRAS CLAVE: LBOs, Asistencia Financiera, Concurso.

ABSTRACT: During the past decades private equity market has growned, specially leveraged buy outs, LBOs. From the legal point of view the most important aspect of LBOs is the shifting of financial burdens of the acquisition from purchaser to the target's assets. In this regard LBOs may be perceived as a technique for a company to give financial assistance for the acquisition of its own shares. The LME Act 2009 has codified merger leveraged buy outs and settled that LBOs are not prohibited *per se*. The article focuses on the novelties of the regulation of LBOs that have been recently introduced into the Spanish legal system. But, despite those new amendments, LBOs are likely to cause different legal problems. The flipside of LBOs is that they may deteriorate the financial condition of the companies concerned, due to the high debt contracted to fund the acquisition with the ensuing risk of bankruptcy. In this regard, the recent reform of the French bankruptcy system has designed a special procedure to solve LBOs insolvency.

KEY WORDS: LBOs, Financial Assistance, Bankruptcy.

* Texto de la intervención presentada en el VIII Seminario Harvard-Complutense de Derecho mercantil, celebrado entre los días 27 y 30 de septiembre de 2010 en la Harvard Law School, con el patrocinio de Allen & Overy, Banco Santander, J & A Garrigues, Ilustre Colegio de Registradores de España e Ilustre Colegio Notarial de Madrid.

Una versión anterior ha sido publicada en RcP nº 14 (2011), págs. 109-133.

El presente trabajo ha sido realizado en el marco del Proyecto de Investigación *Plan de acción de la Unión Europea sobre el Derecho de Sociedades y la modernización del Derecho español de sociedades de capital*, DER2008-01520.

** Departamento de Derecho Mercantil. Universidad Complutense.

SUMARIO:

I.	INTRODUCCIÓN	4
II.	EL ART. 35 LME COMO UN CRUCE DE CAMINOS	5
III.	OPERACIONES EMPRESARIALES Y “APALANCAMIENTO”	6
IV.	CONTENIDO ELEMENTAL DEL ART. 35 LME: UN CATÁLOGO DE DUDAS	10
	1) El supuesto examinado y las fusiones especiales	11
	2) ¿Qué significa haber contraído deudas?	11
	3) La finalidad del endeudamiento	13
V.	RACIONALIDAD Y OPORTUNIDAD DE LAS FUSIONES APALANCADAS	15
VI.	FUSIONES APALANCADAS Y ASISTENCIA FINANCIERA	16
VII.	SUPUESTOS ESPECIALES DE RESPONSABILIDAD DE LOS ADMINISTRADORES EN LA PREPARACIÓN Y EJECUCIÓN DE LA FUSIÓN APALANCADA	25
VIII.	LA DERIVA CONCURSAL DE UNA FUSIÓN APALANCADA	36
	1) LBOs y Derecho concursal español: la clasificación de créditos y el ejercicio de acciones rescisorias	36
	2) El Derecho francés como referencia posible	42
	2.1.) <i>El nuevo procedimiento de salvaguarda: ¿un traje a medida para los LBO?</i>	42
	2.2.) <i>Los LBOs y la responsabilidad de las entidades de crédito por “soutien abusif”</i>	44
	2.3. <i>La responsabilidad de las entidades financieras en el agravamiento de la crisis de sus prestatarios</i>	48

I. INTRODUCCIÓN

El objeto del trabajo es el estudio y la disección del art. 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles¹ (en adelante, "LME"). No sólo de su contenido, sino de la propia opción legislativa que incorpora. Se trata de la regulación especial de un supuesto complejo de fusión. Tal complejidad no radica tanto en la preparación o ejecución de la fusión, sino en algo mucho más simple como es determinar el supuesto concreto que se aborda. Basta con reparar en la rúbrica del precepto estudiado: "*Fusión posterior a una adquisición de sociedad con el endeudamiento de la adquirente*". El endeudamiento que cierra el título es el criterio decisivo. Tan es así que en términos coloquiales y no precisamente concretos, se hace referencia a este supuesto fijándose en la consecuencia de esa circunstancia. El endeudamiento de la adquirente lleva a hablar de *fusiones apalancadas*.

Es una referencia que cabe considerar inconcreta porque la existencia de endeudamiento a cargo de la sociedad adquirente de otra, o de activos que eran propiedad de otra, es un hecho acaecido en el pasado y no determina reglas particulares en la operación de fusión, salvo en el plano informativo. Por decirlo de una manera más clara, ese endeudamiento no se contrae con ocasión de la fusión, sino que ésta es un hecho consecuente a aquél.

Las páginas que siguen acogen distintas preguntas sobre la necesidad de contar en nuestro ordenamiento con una disposición como el art. 35 LME. Se suman a las primeras reacciones doctrinales ante la introducción de esa singular disciplina. Si a las preguntas iniciales se diera una respuesta afirmativa, procederemos a abordar a continuación el acierto de la solución acogida. Cabe plantear en relación con ello, si al igual que sucede con otro tipo de fusiones especiales, la que nos ocupa reclamaba una disciplina particular dentro de la fusión.

¹ BOE de 4 de abril de 2009.

II. EL ART. 35 LME COMO UN CRUCE DE CAMINOS

El art. 35 LME no es una simple regla en materia de fusión. Su mera lectura pone de manifiesto que nos encontramos ante una disposición que constituye un cruce de caminos. Los intereses que lo animan no radican sólo en la mejor ordenación de una modalidad específica de modificación estructural, sino que nos ubica en un escenario en el que confluyen distintas normas. La primera, la disciplina general de las modificaciones estructurales y, en concreto, la de la fusión, pues no ha de olvidarse que el art. 35 LME se limita a imponer algunas condiciones especiales que han de insertarse dentro de la disciplina general de la fusión, que se ve afectada sustancialmente en el aspecto informativo a través de las reglas especiales contenidas en ese precepto, pero que mantiene en lo demás su vigencia también con relación a estas fusiones apalancadas.

Son los presupuestos de la fusión estudiada los que nos llevan a otros sectores del ordenamiento de obligada consideración. Tal ocurre con la vinculación con el Derecho de sociedades de capital que introduce las menciones de la adquisición del control o de la asistencia financiera, que remiten a la disciplina prohibitiva implantada en nuestras normas societarias (hoy en los arts. 143, para la sociedad limitada, y 149 y 150, para la sociedad anónima de la Ley de Sociedades de Capital-LSC)². Es más, el estudio de esta modalidad de fusión con anterioridad a la promulgación de la LME venía inducido por el de la asistencia financiera o de aquellas operaciones en las que se planteaba si podía admitirse esa suerte de asistencia. Tal debate ha quedado conjurado en buena medida por el precepto que nos ocupa, que al someter a determinadas condiciones informativas a ese tipo de fusión, está admitiendo su validez.

La consideración del Derecho de sociedades se ve así impulsada, pues nos encontramos en un escenario que reclama una especial atención hacia los mecanismos que deben hacer efectivos principios esenciales desde la perspectiva de aquél, como sucede, por ejemplo, con la paridad de trato (art. 97 LSC) y similares argumentos tendentes a la mejor tutela de los socios implicados en la fusión. Al remitirnos al Derecho de sociedades lo hacemos

² Cuyo Texto Refundido fue aprobado por medio del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio (BOE de 3 de julio; v. la corrección de errores, que afecta a alguno de los preceptos mencionados en BOE de 30 de agosto de 2010).

también al de las sociedades cotizadas y a la regulación especial que merecen aspectos previos de la fusión que estudiamos, como es la regulación de las participaciones significativas o, sobre todo, la de las ofertas públicas de adquisición. Esa relación enlaza con la motivación esencial de este trabajo, puesto que la cuestión de la oportunidad y acierto del art. 35 LME no puede desconocer que intereses afines o coincidentes a los que animan aquél no son desconocidos por las normas societarias apuntadas.

Por otro lado, no está de más llamar la atención sobre el ordenamiento que acompaña a determinados protagonistas habituales de este tipo de operaciones y fusiones. Nos referimos a la disciplina del sector del capital-riesgo, que es el impulsor de muchas de las operaciones que terminan en una fusión del tipo de la analizada. Se ha discutido con frecuencia si el papel alcanzado por el capital-riesgo en los mercados aconsejaba una solución normativa³, a lo que el ordenamiento español ha respondido ubicándose en el ámbito de máxima exigencia, pues es conocido que sobre los protagonistas de esa actividad se proyecta no sólo una disciplina organizativa y de transparencia, sino sobre todo un sistema singular de supervisión administrativa, plasmado todo ello en la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras.

III. OPERACIONES EMPRESARIALES Y “APALANCAMIENTO”

Hablar del “*apalancamiento*” de una fusión resulta equívoco. Ante todo, porque ya hemos señalado que ese endeudamiento no concurre en la fusión, sino que fue el precedente en la operación societaria o meramente contractual que dio lugar a la relación entre las sociedades que luego participan en la fusión.

Como ya se apuntó y, a pesar de su equivocidad, la referencia a una fusión apalancada alerta sobre el elemento o factor de supuesto riesgo que para la fusión comporta que la previa adquisición del control de una sociedad por otra se consiguiera sobre la base del endeudamiento de la primera. Es notorio que el

³ V., por ejemplo, el estudio de KRÜGER-ANDERSEN, T., (2005), “The venture capital cycle – from a legal perspective”, en AA.VV., *Company Law and Finance*, (Krüger Andersen, P.-Engsig Sørensen, K., dirs.), Copenhagen, pág. 247 y sigs.

apalancamiento se ha convertido en una mera traducción del término que en inglés describía este tipo de operaciones societarias, en las que la adquisición del control o de la totalidad del capital de otra sociedad se afrontaba sobre la base de recursos ajenos mayoritarios. Los *leveraged buyouts* (LBO) han merecido en los últimos años estudios relevantes⁴, que han servido para alertar sobre algunas de las cuestiones que están implícitas en el art. 35 LME.

Es probable que el citado precepto tuviera una justificación empresarial entonces que hoy se encuentra más diluida. Es un hecho indiscutido que el desarrollo de operaciones de LBO coincidió con la época de amplia disposición de liquidez, que animaba ese mercado del control societario. A pesar de la relativa incertidumbre jurídica que las acompañaba, estas operaciones eran frecuentes en el tráfico, alcanzando un volumen e importancia notables⁵.

La LME ha venido a regular explícitamente las fusiones apalancadas, más el nuevo régimen genera otras incertidumbres dejando abierto el debate⁶. Más concretamente, la nueva previsión legislativa sigue suscitando dudas respecto de cuándo existe asistencia financiera en una fusión apalancada. Como

⁴ V., por todos, VIVES RUIZ, F., (2009), *La validez de los LBO en el Derecho español*, Tesis doctoral, Madrid, en especial, pág. 39 y sigs.

⁵ ALEMANY (2008), *Análisis de las mayores compras apalancadas (LBOs) en España, 2005-2007*, <http://sigs.rn.com/abstract=1088002>. En el trabajo se pone de manifiesto que hasta 2005, las compras apalancadas en España suponían un 30% del total de la inversión; en el período 2005-2007, la cuota se duplicó. Asimismo, MARTÍN PELLÓN, *2007 Spanish buyout Review*. Según ASCRI, en su *Informe Capital Riesgo & Private Equity en España 2010*, las operaciones de LBO/MBO/MBI representaron en 2008-948,2 Millones de euros y, en 2009, 521,9 millones de euros lo que representaba unos porcentajes del 30,9 y del 31,3 respectivamente (el Informe puede consultarse en: http://www.ascr.org/upload/publicaciones/20100426_095948_1802252448.pdf).

En el ámbito del continente europeo, vid: WRIGHT/RENNEBORG/SIMONS/SCHOLES, *Leveraged buy outs in the UK and in Continental Europe: retrospect and Prospect*, Finance Working Paper 126/2006, July 2006, www.ecgi.org/wp; y en, WRIGHT/SCHOLES/BURROWS/BALL/MUELEMAN/AMESIGS., *The implications of alternative investment vehicles for corporate governance: a survey of empirical research*, disponible en Centre for Management Buy-out Research, Nottingham University Business. School.

⁶ Para algún autor, las posturas anteriormente enfrentadas deben entenderse superadas tras la aprobación de la LME siendo la vía idónea para resolver la relación entre las dos figuras, la doctrina del fraude de Ley. Así, considera que cuando se utiliza la fusión como medio de integración patrimonial para evitar la aplicación de la prohibición de asistencia financiera, ha de considerarse que la operación es en fraude de ley. En consecuencia, es preciso realizar el examen de todas y cada una de las operaciones. El *merger leveraged buy out* no es en sí mismo ilícito, todo depende de los fines para los que sea utilizado [MARTI MOYA (2010), *El procedimiento de fusión de las sociedades mercantiles. Especial referencia a la preparación, adopción e impugnación del acuerdo*, Granada, Comares, págs. 614-615].

veremos, quizás hubiera sido conveniente que se abordara o clarificara la compleja relación de la fusión apalancada con el concepto y las limitaciones propias de la asistencia financiera cuestiones que no han sido abordadas por el legislador con la claridad que hubiera sido deseable.

El art. 35 LME, con una redacción poco afortunada y diferente respecto de la que tenía tanto en el Anteproyecto, como en el Proyecto de Ley, establece la necesidad de que los expertos independientes designados informen sobre el proyecto de fusión y se pronuncien sobre la existencia o no de asistencia financiera⁷. La previsión legal abre así, de nuevo, el debate sobre qué supuestos concretos de adquisición apalancada pueden ser contrarios a la prohibición de asistencia financiera y cuáles no. Debate suscitado, en parte, por la propia justificación de la modificación introducida durante la tramitación parlamentaria en el sentido de pretender “evitar fusiones inversas con debilitamiento contable que además impliquen un supuesto prohibido de asistencia financiera” (art. 23 de la Directiva 77/1991 modificado por la Directiva 2006/68).

Hasta los años 2007 y 2008, la sucesión de integraciones societarias precedidas por LBOs era habitual, aunque ya mostraba un ligero descenso⁸. Actualmente

⁷ La regulación de las fusiones apalancadas y, especialmente, en aquellos aspectos relativos a la asistencia financiera, varió sustancialmente a lo largo de la tramitación parlamentaria. El art. 33 del Proyecto (actual art. 35) determinaba el supuesto de hecho de la fusión apalancada y, posteriormente, establecía las reglas a las que la operación debía someterse. Centrando la atención en la cuestión que ahora nos ocupa, el proyecto disponía que el informe de los expertos debía contener un *juicio de razonabilidad* sobre las indicaciones exigidas en el proyecto de fusión y en el Informe de Administradores. Aún cuando el precepto no abordaba la problemática de la asistencia financiera en las operaciones de fusión apalancada, la norma fue interpretada en el sentido de consagrar la licitud de la operación de adquisición apalancada con posterior fusión con carácter general y excluir en esos casos la prohibición de asistencia financiera. Interpretación que vendría avalada tanto por la doctrina mayoritaria como por alguna resolución judicial [RONCERO (2009), “Fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento del adquirente” en *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*. Tomo I, dir. Rodríguez Artigas, F., Cizur Menor, pág. 736 y sigs].

En términos muy similares ha interpretado la doctrina italiana la introducción del art. 2501 bis *codice civile* que es el que regula la fusión apalancada [vid doctrina: SPOLIDORO (2004), *Fusione pericolose*, Riv. Delle società, pág. 247; SPOLIDORO (2008), *Legalismo e tutela dei diritti: leveraged buy out e leveraged cash out nel nuovo diritto delle società*, Riv. Soc., pág. 1036; PICONE (2003), *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, Contratto e impresa, 2003/3, pág. 1391) y MORANO (2003), *Il merger leveraged buy-out alla luce del nuovo art. 2501 bis*, Le società 7/2005; GIANNINO, M., *The regulation of LBOs under English and Italian Company Law*, febrero 2006 (http://papers.sigs.rn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1448719).

⁸ V. *Informe Capital Riesgo & Private Equity en España 2010*, (cit.) pág. 16: “En 2009 las operaciones apalancadas han concentrado un 31% del volumen total invertido, porcentaje

son excepcionales, por causa de la falta de liquidez. No será extraño, por ello, que el número de fusiones encuadrables en el art. 35 LME permanezca bajo estos años, a la espera de una recuperación a medio plazo.

El art. 35 LME trata de afrontar en el marco de la preparación de una fusión los riesgos que se han subrayado, con mayor o menor fundamento, al analizar las LBO. Entre esos riesgos destacaba el de la asistencia financiera, hasta el punto de que no faltaban opiniones contrarias a la licitud de los LBOs en Derecho español, puesto que la utilización del patrimonio de la sociedad adquirida como garantía o fuente de operaciones de reembolso del endeudamiento se consideraba, en línea con lo que señala el art. 35 LME, que podía constituir un supuesto de asistencia financiera⁹. Incluso cabe sugerir que el art. 35 LME refleja el prejuicio negativo hacia aquellas operaciones, que con frecuencia se constata en la información económica, predicable no sólo de los LBOs, sino de muchas otras operaciones propias del sector del capital riesgo o del mercado societario. La adquisición realizada con financiación ajena ha gozado de una mala reputación, probablemente por la ignorancia de la justificación financiera que la acompaña y reviste de normalidad¹⁰ o por una visión parcial. Con relación a esto último, no deja de ser sorprendente que se haga hincapié en el “*riesgo*” que conlleva que el comprador se endeude para pagar el precio, desatendiendo los efectos positivos que la operación pueda tener para los accionistas vendedores o para la propia continuidad de la empresa.

En todo caso sobre el régimen de la fusión se proyecta la desconfianza que tradicionalmente ha acompañado los LBOs desde la perspectiva de la tutela de los intereses de la sociedad objeto de la adquisición. Para ello convendrá recordar que en no pocas ocasiones, la ulterior fusión figura en el horizonte de

similar al de 2008, aunque en términos absolutos esta variable ha disminuido hasta situarse en €522M (-45% de caída interanual).

Paralelamente, el número de operaciones apalancadas ha ido disminuyendo desde el año 2005, año en el que se contabilizaron un total de 62: en 2009 esta cifra se sitúa en 21 operaciones ...”.

⁹ Sobre el debate en torno a la validez de los LBOs, v., por todos, RONCERO, (2009), pág. 736 y sigs. ; con respecto a la fusión posterior como operación ilícita por implicar asistencia financiera, v. VIVES, (2009), pág. 273, nota 505 donde cita de opiniones en distinto sentido.

¹⁰ MASCAREÑAS, J., (1990), *La estructura financiera del Leveraged Buy-out*, Análisis Financiero nº 51, págs. 21-46.

los impulsores del LBO, hasta el punto de que la fusión aparece contemplada en la financiación de la sociedad adquirente. Desde esa perspectiva son varias las hipótesis que pueden ser consideradas lesivas para los socios o accionistas al analizar la fusión propuesta. El primero, que la fusión les convierta en partícipes de una entidad con un mayor nivel de endeudamiento. En segundo término, que precisamente el patrimonio y los flujos de caja de la que era “*su sociedad*” se destinen al cumplimiento del reembolso de la financiación motivada por su adquisición. La existencia de esos riesgos no impide, sin embargo, recordar que la caricatura de los LBOs como operaciones intrínsecamente perjudiciales para los accionistas de la sociedad adquirida (y eventualmente fusionada) carece de rigor. Es más, son varios los estudios que apuntan en dirección opuesta¹¹. La cuestión que debemos plantearnos es la razón de que la aproximación jurídica a operaciones económicamente justificadas se caracterice por esa generalizada desconfianza, cuando no por un abierto rechazo.

Sin perjuicio de ello, lo que resulta rotundo es que el art. 35 LME cierra el debate de la validez de los LBOs. De manera implícita la acepta, al convertir los LBOs en el presupuesto de un régimen singular dentro de la disciplina de la fusión de sociedades¹². Cuestión distinta será que la ejecución de la fusión comporte una determinación de que concurre en ella asistencia financiera, con las consecuencias previstas en nuestro ordenamiento.

IV. CONTENIDO ELEMENTAL DEL ART. 35 LME: UN CATÁLOGO DE DUDAS.

Anticipemos el contenido de este párrafo: la lectura del precepto analizado suscita una sucesión de preguntas¹³. El art. 35 LME fija su atención en aquellas fusiones en las que una de las sociedades participantes “*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*”

¹¹ V. los que cita VIVES, F., (2009), pág. 46 y sigs.

¹² Así, por todos, SEQUEIRA, ya con respecto al Proyecto de Ley, *Comentarios al Proyecto de Ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, RdS 31 (2008-2), pág. 38.

¹³ V. ALVAREZ ROYO-VILLANUEVA, S., *Fusión apalancada y asistencia financiera: el Art. 35 de la Ley de Medidas Estructurales*, Revista el Notario del Siglo XXI 36 (2011), Dicho artículo puede consultarse en: http://www.elnotario.com/egest/noticia.php?id=2206&seccion_ver=0.

esenciales para su normal explotación o que sean de importancia por su valor patrimonial". De esa descripción se deduce que estamos ante una variedad de supuestos sometidos a ese régimen especial. Importa tanto la adquisición del control como la de un determinado activo. En todo caso, el régimen especial es, ante todo, el cumplimiento de una serie de singularidades informativas. En eso parece consistir la disciplina particular de las fusiones apalancadas y ello justificaría que el precepto que analizamos cierre la Sección II del Título II, que se dedica al "*proyecto de fusión*". Estamos, sobre todo, ante la fijación de deberes informativos singulares.

1) El supuesto examinado y las fusiones especiales

Cuestión distinta e igualmente inicial es la que plantea la relación entre esa disciplina especial informativa propia de las fusiones apalancadas con la correspondiente solución particular que la norma dedica a otras especialidades que pueden ser coincidentes. Por plantear de una manera más simple el problema, lo que debe resolverse es por qué razón el art. 35 LME también ha de regir a pesar de que el acuerdo de fusión se hubiera aprobado de forma unánime, como dispone el párrafo final de aquel precepto. O cómo se solventa la aplicación a una fusión apalancada de las disposiciones establecidas en el art. 49 LME cuando se produce la absorción de una sociedad íntegramente participada¹⁴.

2) ¿Qué significa haber contraído deudas?

La mera lectura del precepto hace evidente que estamos ante una disciplina retroactiva. No se trata de aplicar una norma a hechos anteriores, sino de tomar en cuenta hechos pasados e incluso, lejanos en el régimen aplicable a una operación de fusión actual. Lo determinante es que se haya producido en una de las sociedades implicadas en la fusión la asunción de un endeudamiento con una determinada finalidad. No se nos dice si ese endeudamiento ha de tener una determinada relevancia para el patrimonio de la sociedad deudora, sino que lo decisivo es que se asumió con un determinado y preciso objetivo, entre los

¹⁴ Cfr. art. 2501-bis, párrafo final *codice civile*, que determina expresamente que a la fusión que nos ocupa no le son aplicables las disposiciones de los arts. 2505 y 2505 bis *codice civile*.

varios alternativos que el precepto contempla. Se quería adquirir (i) el control de otra sociedad, (ii) activos esenciales propiedad de la misma o (iii) finalmente, comprar activos importantes por su valor patrimonial.

Por lo tanto, la norma parte de una premisa: que cualquier endeudamiento se contrae con una determinada finalidad. Si contemplamos que hay situaciones en que el presupuesto legal no es tan nítido, nos encontramos con una nueva dificultad. Sin entrar en una casuística enunciación de situaciones imaginables, podemos considerar sin gran esfuerzo una diversidad de situaciones en las que, o bien recibe una empresa financiación para actuaciones indeterminadas o genéricas, o bien su endeudamiento se articula de una forma que hace difícil comprobar la aplicación concreta que merecen los fondos recibidos. Por poner ejemplos ilustrativos y simples: ¿un préstamo sindicado recibido para facilitar la ejecución del plan estratégico de una empresa a lo largo de varios ejercicios, puede terminar convirtiéndose en el presupuesto diseñado como puerta de entrada del art. 35 LME? Similar incertidumbre puede acompañar a la emisión de obligaciones en la que no se requiere explicar la aplicación de los fondos que puedan aportar los obligacionistas (cfr. arts. 407 y 408 LSC). Cómo establecer una conexión entre, por ejemplo, la formulación de una OPA en los meses siguientes y esa concreta emisión. ¿Y si la contraprestación ofrecida son acciones de la sociedad oferente?

Al art. 35 LME parece preocuparle únicamente la asunción de deudas con una determinada finalidad en el periodo consistente en los tres años anteriores a la fusión. Esa preocupación está inspirada de forma principal por la eventualidad de que los efectos patrimoniales de la fusión hagan que la responsabilidad jurídica y la carga financiera que comporta la deuda terminen siendo asumida y soportada, respectivamente, por la sociedad resultante de la fusión. Se presume, por lo tanto, que el endeudamiento sigue estando vivo, es decir, que no ha sido reembolsado o amortizado cuando la fusión se plantea ¿Qué sucede en otro caso? La literalidad del precepto mencionado no permite excluir del régimen especial que se establece aquellas situaciones en las que la asunción de deudas con las finalidades específicamente contempladas ya hubiera quedado como un hecho histórico, al haber sido plenamente reintegrada esa financiación.

3) La finalidad del endeudamiento

No son menores las dudas que suscitan los supuestos legales enunciados como concreta utilización de ese endeudamiento. El primero es el de la adquisición del control. El control es un concepto jurídico, pero pocos conceptos societarios admiten tantas variables. ¿Se trata de un control del capital de los derechos de voto, de un control contractual, etc.? Dado que nos movemos en el escenario preparatorio de una fusión, cabe imaginar que el control relevante a los efectos del art. 35 LME es el que se inspira en cualquiera de los criterios de vinculación societaria que enuncia el art. 42.1 CCo. La adquirente habría contraído deudas como vía hacia la compra de una participación mayoritaria en el capital de otra de las sociedades partícipes en la fusión. Ahora bien, a los efectos del cómputo de los tres años, ¿cuál sería el hecho determinante: la adquisición del control o la fecha en que se formalizó el endeudamiento? ¿Es preciso que la adquisición del control dependiera íntegramente del endeudamiento, o basta con que lo haya sido de manera parcial?

En el plano societario, la toma de control no es un hito preciso, sino que presenta con frecuencia una sucesión de actuaciones que pueden dilatarse de manera relevante a la hora de establecer el momento a partir del que aplicar el cómputo de los tres años. Pensemos en la adquisición que se inicia con un protocolo no vinculante, que contempla la posterior formulación de una OPA, que se presenta una vez merecidas las autorizaciones sectoriales correspondientes, si las hubiera, o las de las autoridades en materia de Defensa de la Competencia, que se ve perturbada por la formulación de una o más ofertas competidoras, que una vez liquidada refleja que, en efecto, la oferente inicial ha adquirido la mayoría de los derechos de voto, lo que conduce a la posterior celebración de una junta general en la que se produce la sustitución de los administradores. Planteada años después la fusión entre la oferente y su filial, cuál de esos varios momentos permite afirmar que dio lugar a la adquisición del control. O qué decir si diferimos la toma de control a la primera ocasión en que se aprueban las cuentas consolidadas que reflejan la nueva

situación pues, al fin y a la postre, el art. 42 CCo., regula el control a esos efectos contables.

La relatividad de los elementos fundamentales del art. 35 LME se acrecienta si nos adentramos en el supuesto de la asunción de deudas para comprar activos “*esenciales*”. Tan impreciso adjetivo parece referirse a la sociedad transmitente o vendedora de esos activos, pero ello no impide cuestionar cómo se mide tal característica. Otro tanto sucede con la referencia al importante valor patrimonial. ¿Cómo se mide algo tan relativo como la importancia? El ordenamiento nos ofrece múltiples ejemplos en donde la determinación de la importancia, relevancia o carácter significativo de algo se apoya en datos objetivos. En el Derecho de sociedades se repite el recurso a un porcentaje del capital social. Pero aparecen también otros criterios, extraídos con frecuencia de la contabilidad (v. por ejemplo, el art. 257 LSC). Es obvio que lo que para una empresa es un activo esencial y valioso, integrado en otra sociedad puede dejar de serlo. Los accionistas de la sociedad transmitente de ese activo pueden ver la operación como una plusvalía histórica, mientras que en la dimensión de la sociedad adquirente, la operación “*importante*” resulta, sino irrelevante, de muy escaso impacto. Esto puede afirmarse tanto para el momento de la adquisición, como para el de la preparación de la posterior fusión. Hasta aquí algunas preguntas elementales. Trataremos de profundizar en ellas y de ir buscando las correspondientes respuestas, pero lo señalado permite apuntar que el art. 35 LME es una norma en la que proliferan los conceptos no ya indeterminados, sino susceptibles de interpretaciones diversas, lo que no parece de entrada el mejor aval para lo que se perfila como una disposición orientada a la tutela de intereses de obligada consideración.

Cerremos el apartado de dudas iniciales apuntando que no ofrece el Preámbulo de la LME una respuesta a cuál ha sido la motivación del art. 35 LME, teniendo en cuenta que el supuesto que regula es ajeno al contenido de las Directivas europeas cuya incorporación era la razón principal de la aprobación de la citada Ley. Se destacan las innovaciones que afectan a algunas fusiones especiales¹⁵, pero el contenido de la fusión que nos ocupa no merece mención alguna. Sin perjuicio de ello, las reglas del art. 35 LME ponen de manifiesto la preocupación

¹⁵ V. apartado I del Preámbulo.

por cómo se integra aquel endeudamiento en la sociedad resultante de la fusión y, en especial, por determinar si la fusión no termina conllevando un supuesto de asistencia financiera. Este tipo de efecto parecer ser la *ratio* inspiradora de la nueva disciplina, de forma que, al igual que hizo el ordenamiento italiano, nuestro Derecho de modificaciones estructurales también debía contar con un instrumento que evite fusiones “*peligrosas*”¹⁶ por los efectos que su ejecución puede implicar desde el punto de vista de la disciplina del capital social y, a través del mismo, su incidencia sobre los distintos intereses vinculados con el mismo. Ahora bien, dejando al margen otras coincidencias o disparidades entre ambos ordenamientos, el art. 2501 bis *codice civile* –norma inspiradora del art. 35 LME- formulaba de una manera clara el riesgo ante una posible asistencia financiera, en la que el patrimonio de una sociedad termina siendo objeto de la garantía o fuente del reembolso del endeudamiento contraído anteriormente para adquirir su control.

V. RACIONALIDAD Y OPORTUNIDAD DE LAS FUSIONES APALANCADAS

El art. 35 LME tiene un elemento objetivo central: la relación existente entre la obtención de financiación destinada a la adquisición de una participación o de activos de otra sociedad y la ulterior fusión entre las dos sociedades implicadas. Esa relación debe ser vista abandonando cualquier prejuicio como algo corriente en la vida económica actual. No existe, sin más, un problema porque una fusión se vea precedida por un endeudamiento. Es una opción económica y contractual elemental. La mejor prueba de ello la tenemos en que en no pocas ocasiones la fusión aparece ya como un objetivo que inspira ese endeudamiento. Tanto la sociedad que recibe esa financiación, como sus acreedores, convienen en que la posterior fusión integra una misma operación y justifica aquel endeudamiento.

Las razones de esa vinculación pueden ser diversas. La fusión obedece a un proyecto empresarial difícilmente cuestionable en cuanto a sus efectos positivos para la actividad resultante de la fusión. Así lo harán constar los administradores en el informe correspondiente. También cabe tomar en consideración el favorable marco contable que puede servir como incentivo para

¹⁶ Tomando la calificación de SPOLIDORO (2004), pág. 247; SPOLIDORO, (2008), pág. 1036.

abordar la fusión. Por último, la fusión tendrá una justificación en cuanto suponga que la sociedad resultante de la fusión asuma el endeudamiento contraído en su día para adquirir el control de alguna de las sociedades fusionadas. Estas tres motivaciones pueden presentarse de forma conjunta. Al art. 35 LME es notorio que le preocupa el tratamiento de la última de ellas.

VI. FUSIONES APALANCADAS Y ASISTENCIA FINANCIERA

Las fusiones apalancadas han suscitado un constante debate doctrinal y jurisprudencial tanto en el panorama nacional como en el internacional¹⁷ como

¹⁷ En el marco del Derecho inglés, la prohibición de asistencia financiera se introduce en la Companies Act de 1928 (*section 16*) con la finalidad de prevenir escándalos financieros como los que se produjeron en los años 20. Posteriormente, se reformuló e incluyó en la *section 54* de la Companies Act de 1948: “*It shall not be lawful for a company to give, whether directly or indirectly, and whether by means of a loan, guarantee, the provision of security or otherwise, any financial assistance for the purpose of or in connection with a purchase or subscription made, by any person of or for any shares in the company, or, where the company is a subsidiary company, in its holding company*”. En 1962, el Comité Jenkins, critica la inclusión de la regla en la *section 54* entendiendo que para quienes no tuvieran escrúpulos la norma era insuficiente mientras que para quienes fueran honestos resultaba embarazosa y propone que se admita la asistencia financiera siempre y cuando medie acuerdo de la Junta general y los administradores formulen una declaración de solvencia de la compañía. Así la regulación en la Companies Act de 1985, introduce una prohibición general de asistencia financiera (*section 151*) y, al mismo tiempo, la *section 153* establece una serie de excepciones a la prohibición general cuya finalidad era la de flexibilizar el régimen ya que éstas se habían llegado a invocar para anular operaciones que perseguían intereses legítimos (sólo para las sociedades anónimas, habiendo establecido un régimen más flexible para las sociedades de responsabilidad limitada). Las excepciones fueron analizadas en la controvertida decisión en el caso *Brady (Brady vs. Brady, 1989)* criticada por su complejidad, su rigidez y por la dificultad de su aplicación (GREAVES/HANNIGAN, *Gratuitous Transfer and financial assistance after Brady, 1989, Company Lawyer 135*). Lord Oliver presta especial atención al término empleado en la *section 153 larger purpose* entendiendo que su interpretación ha de ser necesariamente estricta o limitada. Distingue entre “razón” y “propósito” considerando que las razones son las ventajas económicas y financieras esperadas con la adquisición y éstas no pueden entenderse como un *larger purpose*; para que puedan operar las excepciones la asistencia financiera debe ser algo incidental y el *larger purpose* una finalidad independiente, es decir, la operación debe tener un objetivo más amplio, una finalidad inmediata distinta de la de dar asistencia financiera. LUXTONV (1991), *Financial Assistance by a Company for the purchase of its own shares – The principles or Larger Purpose Exception, Company Lawyer 18*. Más recientemente, ofreciendo una visión general de la problemática: PROCTOR (2007), “Financial Assistance: new proposals and New Perspectives”, *The Company Lawyer*, 28, nº 1 pág. 3.

El carácter restrictivo con que se interpretaron las excepciones llevó a que se planteara una consulta pública a finales de los años 90 que, junto con la reforma de la Segunda Directiva, llevaron a la reforma de la Companies Act de 2006 que se ocupa de la asistencia financiera en la *section 678* que elimina la prohibición de asistencia financiera para las sociedades de responsabilidad limitada. La regulación actual, manteniendo la prohibición de asistencia financiera, lleva un poco más lejos el ámbito de las excepciones al considerar que la asistencia financiera no está prohibida cuando no se da para la adquisición de las acciones o cuando es meramente incidental, siendo el proyecto o la finalidad de la operación más amplia y, en cualquier caso, se concede de buena fe y se da en el mejor interés de la sociedad (se incorpora la doctrina seguida en la decisión *Arab Bank plc v. Mercantile Holdings Ltd [1994]*

2 All ER 74 (29 septiembre 1993), en el sentido de que la derogada *section* 151 no tiene efectos extraterritoriales; más concretamente, que la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias o acciones de la compañía holding no se aplica en el caso de asistencia sobre una filial del grupo situada fuera del ámbito geográfico de aplicación de la norma. En el caso Arab Bank se señaló que la prohibición de la *Company Act* de 1985 se limitaba a las sociedades de capital del Reino Unido y sus filiales. La definición que del término “*company*” hace la Ley de 1985 en la *section* 1 lleva a entender que “*company*” es aquella constituida (fundada y registrada) al amparo de la *Companies Act* de 1985 o cualquier otra norma societaria del Reino Unido (al respecto, vid. DAVIES, *Principles of Modern Company Law*⁸, 2008, pages. 341 y sigs. y 13-26 y sigs.).

La diferencia de régimen establecido para las sociedades por acciones y las sociedades de responsabilidad limitada no es exclusiva del Derecho inglés. En el Derecho alemán se contempla una regulación similar. El párrafo 71.1 AktG recoge la prohibición general mientras que en el párrafo 2 se señalan las excepciones replicando así lo dispuesto en la Segunda Directiva [WYMEERSCH, E. (1998), “*Art. 23 of the second company law directive: the prohibition on financial assistance to acquire shares of the company*”, en BASEDOW/HOPT/KÖTZ, *Festschrift für Ulrich Drobning*, Tübingen LUTTER/DRYGALA (2009), §71 AktG, *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*³, §67-75, pág. 155 y sigs.; y OESCHLER (2003), §71 AktG, *Münchener Kommentar*², §71 AktG, §53^a-75, Munich, §71^a, pág. 596 y sigs. El régimen no se aplica a las sociedades de responsabilidad limitada. En la doctrina, esta distinción ha sido valorada de forma positiva: DOLMETTA (2002), *Il merger leveraged buy out nella legge delega n. 366/2001: la target da s.p.a. a s.r.l.*’ *Corriere Giuridico* 02/2002, pág. 243].

Por lo que al Derecho francés se refiere, el problema se plantea en términos muy similares, considerando no sólo que puede haber una infracción de la prohibición de asistencia financiera sino que también, en opinión de un sector doctrinal, la fusión entre la sociedad *target* y la nueva sociedad puede llevar a aplicar la teoría del *abuso de bienes sociales*. WYMEERSCH (1998: 738-739).

En Francia, la prohibición de asistencia financiera se contiene en el art. 225-216 manteniendo la misma redacción que su antecedente, -el art. 217-9 de la Ley de 1966 modificado en 1981- dispone que “*Une société ne peut avancer des Fonds, accorder des prêts au consentir une sûreté en vue de la souscription ou de l’achat de ses propres actions par un tiers. Les dispositions du présent article ne s’appliquent ni aux opérations courantes des entreprises de crédit, ni aux opérations effectives en vue de l’acquisition par les salariés d’actions de la société ou l’une de ses filiales*».

El problema que se plantea es que del tenor literal del precepto parece deducirse que lo que prohíbe el artículo son sólo las asistencias anteriores o, en todo caso, coetáneas a la adquisición y en los LBO, en la mayoría de los casos, la asistencia, se produce después. El precepto carece, además, de una cláusula general de cierre similar a la prevista en el ordenamiento español. Todo ello hace que, por un lado, resulte difícil incluir los LBO en la prohibición y, por otro, la doctrina ha constatado que pueden existir muchas fórmulas para burlar la prohibición [FERNANDEZ FERNANDEZ, (1999), *La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones como obstáculo a ciertas compras apalancadas de empresas, o leveraged buy-outs*, págs. 599-600]. Ello ha llevado a la doctrina a mantener posturas enfrentadas: un sector ha defendido una interpretación amplia del precepto [JEANTIN/BERTREL (1989), *Acquisitions et fusions des sociétés commerciales*] mientras que otros autores han sostenido que la asistencia financiera posterior a la compra de la empresa ha de perseguirse y entenderse prohibida a través del fraude de Ley, de la doctrina del abuso de la mayoría o de la teoría del abuso de los bienes sociales [DE FEYDEAU (1989), *Fusions et acquisitions. L’agresivité financière présente t’elle des risques sur les plans juridique et fiscal?*, *Banque et Droit* n° 5, juillet-août, pág. 121].

La doctrina mayoritaria entiende que un LBO puede producir un vaciamiento patrimonial y, en consecuencia, para evitarlo se acude al fraude de Ley y al abuso de derecho antes que a la prohibición de asistencia financiera [LE NABASQUE (1942), *A propos de l’article 217-9 de la Loi 24 juillet 1966*, *JCP*, 1992, I-107, *La semaine juridique*, 1992, pág. 21; DE FEYDEAU (1989), *LBO: Fusion du Holding avec la cible*, *Banque et Droit*, pág. 126]. En definitiva, se entiende que el LBO no es intrínsecamente malo o ilícito, pues puede ser utilizado para

consecuencia del efecto que produce de traslado del coste de la adquisición sobre el patrimonio de la sociedad adquirida¹⁸. Más concretamente, estas operaciones han planteado ciertas dudas en cuanto a si representan asistencia financiera prohibida por los arts. 81.1 LSA, o 40.5 LSRL (arts. 143.2 y 150 LSC) interpretación que vendría abonada por la propia literalidad de los preceptos citados que prohíben no sólo la anticipación de fondos, concesión de préstamos o prestación de garantías sino también “*facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición de sus propias acciones*”.

La mención expresa que hace el actual art. 35 LME a la asistencia financiera hace que en el estudio de la fusión apalancada no podamos prescindir del análisis de esa figura. Para ello haremos una escueta referencia al marco jurídico anterior a la reforma operada por la LME así como al Derecho italiano¹⁹,

perseguir fines mercedores de tutela. Así lo ha entendido también la jurisprudencia; Casignation (Crim) de 10 juillet 1995 y de 24 de junio 1991. La primera de las Sentencias señaladas fue objeto de una breve reseña o nota doctrinal [BOULOC (1996), *Abus de pouvoirs à l'occasion d'une fusion-absorption*, Rev. Sociétés 12, avril-juin, págs. 316 y sigs.]. En dicha sentencia se establecía: “*il semble que ce qui est condamné para la justice, c'est le fait, sans déboursier un centime, d'acquérir une participation ou capital d'une société grâce aux sommes qu'elle détient, ce qui avait été jugé condamnable par le tribunal correctionnel de Paris le 16 mai 1974. C'est qu'en effet, en pareil cas, l'acquisition des titres est payée par la société; or, une telle acquisition ne peut donner lieu qu'à l'annulation, puisqu'une société ne saurait prêter de l'argent pour permettre à un tiers de souscrire ou d'acheter des actions (art. 217-9 L. 24 juill. 1966)*”.

Para una visión general de la problemática más reciente: ALLOUCHE/RICHARD (2008), *Les garanties dans les financements à effet de levier*, Revue de Droit Bancaire et financier 3, mayo, dossier 21, núms. 15 y sigs.

¹⁸ NEU/MEYER/TOMASETTI/PAK, *Operations de LBO et les techniques asistées*, Droit des Affaires, Séminaire « Groupes de sociétés » de M. le Professeur Quentin Urban.

¹⁹ El art. 2501-*biscódigo civile* incorporado al Código con la reforma de 2003, constituye el precedente inmediato de la regulación nacional de la fusión apalancada. No obstante, la reforma operada en aquel momento no modificó el art. 2358 *código civile* sobre la prohibición de asistencia financiera -quizás, por entender que la operación era lícita [MORANO (2003), pág. 958]. La reforma de este último precepto se produjo posteriormente, en 2008, con el fin de adaptar el régimen a lo dispuesto en la Segunda Directiva [SALAFIA (2009), *Il nuovo articolo 2358 c.c. e la relazione con l'articolo 2501 bis c.c.*, Le società 5/2009, págs. 575 y sigs.]. El precepto reformado establece que la sociedad no puede, directa o indirectamente, acordar préstamos, ni presentar garantía para la adquisición o la suscripción de sus propias acciones, salvo en las condiciones fijadas en el precepto: autorización de la junta extraordinaria e informe de los administradores sobre la transacción que tendrá lugar bajo su responsabilidad [más detalles, vid. MORENO SERRANO (2009-1), *Adaptación al Derecho italiano de la Directiva 2006/68/CE*, págs. 572-573; SALAFIA (2009), pág. 575; quien señala que el texto actual amplía el ámbito de aplicación del art. 2501 *biscódigo civile*. Advierten algunos autores que el Decreto legislativo de 4 de agosto de 2008 por el que se modifica el art. 2358 *código civile* no ha modificado el régimen de prohibición de asistencia financiera de las sociedades de responsabilidad limitada, si bien la doctrina no ha tardado en pedir ya su reforma; LÓPEZ MATEO (2009), *Asistencia financiera: análisis y crítica del Derecho vigente. Ley 3/2009 (I)*, RDM 272, pág. 588 y DEMURO (2010), *L'assistenza*

antecedente inmediato del Derecho español vigente. Con anterioridad a la LME, la doctrina se mostró muy crítica²⁰ con el régimen de prohibición de asistencia financiera proponiendo una interpretación restrictiva y finalista del régimen legal que permitió admitir la licitud de las adquisiciones apalancadas con posterior fusión de la sociedad adquirente y de la sociedad cuyas acciones o participaciones han sido adquiridas por aquélla al entender que en estos casos,

finanziaria nell'acquisto de proprie azioni, Giur. Comm., vol. 37-2, marzo-abril, pág. 229 y sigs.].

El binomio fusión apalancada-asistencia financiera en el derecho italiano, presenta dos grandes diferencias con respecto al derecho español: por un lado, el art. 2501 *bis* establece, con vistas a delimitar las fusiones apalancadas, un requisito de garantía situando el límite de la legalidad de la operación en la utilización fraudulenta de la fusión buscando el desmantelamiento patrimonial de la sociedad adquirida; por otra parte, el art. 2501 *bis*, no exige mención expresa a la asistencia financiera en el informe de los expertos independientes. Así, parece que la postura del legislador italiano y de la doctrina mayoritaria es la de admitir la licitud de las operaciones de fusión apalancada siempre y cuando se cumplan los requisitos informativos y justificativos establecidos en la Ley (que el proyecto determine las fuentes para repagar la deuda de adquisición; que se adjunte un plan de negocio elaborado por los administradores; justificación de las razones de la operación y, en su caso, informe de auditores [sobre la oposición en Italia, vid: SERRAO D'ACQUINO (2003), "Articolo 2501-bis", *La riforma delle società. Commentario del d.legs. 17 gennaio*, nº 6, Artt. 2462-2510 Cod. Civ. a cura di SANDULLI/SANTORO, Torino, págs. 425 y MONTALENTI (2004), "Articolo 2501 bis", *Il nuovo diritto societario*, dir. GHino/Bonfante/Cagnasigs.o/Montalenti, Torino, págs. 2310 y sigs.].

²⁰ La crítica iba dirigida a la propia prohibición de asistencia financiera que trae causa de la Segunda Directiva Europea, Directiva 77/91/CEE de 13 de diciembre de 1976. La asistencia financiera puede producir efectos perjudiciales en el mercado para las acciones de esa sociedad ya que puede alterar artificialmente el precio de las acciones, los administradores pueden favorecer a un inversor determinado en detrimento de otros etc... y todo ello puede llevar a la sociedad a perder sus activos y perjudicar los intereses de socios y acreedores [GIANNINO, (2006)].

Tanto el Ordenamiento inglés -en el que se sitúa el origen de la institución ahora comentada [VAQUERIZO (2003), *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Madrid, pág. 49 y sigs. como el propio Derecho comunitario han ido evolucionando hacia una mayor flexibilización de la prohibición tal y como se aprecia en la Directiva 2006/68/CE vid. ALONSO LEDESMA (2005), *Propuesta de modificación de la segunda Directiva de sociedades relativa a la constitución de la sociedad anónima y al mantenimiento y modificación de su capital*, RdS, núm. 24, págs. 520-521 y VELASCO SAN PEDRO (2008), *La adaptación del derecho español a la reforma de 2006 de la Segunda Directiva sobre la constitución y el capital de la sociedad anónima*, RdS, núm. 31, pág. 122]. Esta Directiva permite que los Estados Miembros admitan ciertos casos de asistencia financiera siempre y cuando se realicen en condiciones de mercado y se cuente con la aprobación previa de la Junta General (se aproxima así al régimen EEUU donde no existe la prohibición como tal y los supuestos se controlan mediante el régimen general de responsabilidad administradores y sus *fiduciary duties*; además, tal y como veremos más adelante -apdo 7-, en el Derecho norteamericano, tal y como veremos, las operaciones apalancadas pueden llegar a anularse si se entiende que se han infringido las normas de las *fraudulent conveyances*).

La tendencia hacia la flexibilización de la prohibición de asistencia financiera no se da en el Ordenamiento nacional. El Anteproyecto y Proyecto de la LME contenía una propuesta en este sentido que preveía no sólo la incorporación de un nuevo artículo 81 bis en la LSA sino que también la regulación propuesta de la fusión apalancada -tal y como tendremos ocasión de comprobar- dejaba entrever la licitud de la operación en el sentido de quedar al margen de la aplicación de la aplicación de la prohibición de asistencia financiera [RONCERO (2009)].

los titulares de los intereses jurídicos dignos de protección están cubiertos por otras normas como son las de la fusión, por lo que no resultaba de aplicación la prohibición de asistencia financiera²¹. En definitiva, un amplio sector doctrinal estimó que dado que las normas sobre la fusión permitían proteger más eficazmente los intereses de socios y acreedores que el propio régimen de la prohibición de asistencia financiera, debía admitirse la licitud de dicha operación²². Más aún, se sostenía que era preciso analizar previamente cada operación porque no en todos los casos se produce un menoscabo patrimonial efectivo para la sociedad y, por tanto, no siempre tendrá justificación la aplicación de la referida prohibición. Frente a esta interpretación, algunos argumentaron que los LBO con posterior fusión pueden implicar un fraude de ley al utilizar la operación para burlar el régimen de la prohibición de asistencia financiera. Este sector doctrinal entendía que las normas reguladoras de la

²¹ FERNANDEZ DEL POZO (1994), *Revisión crítica de la prohibición de asistencia financiera* (Art. 81 LSA), RdS, núm. 3, pág. 188; AURIOLAS MARTÍN (1993), *Leveraged buy-outs y su integración en el Derecho español de SA*, RDBB, núm. 51, pág. 676 y sigs.; VAQUERIZO (2003), pág. 431; PAZ-ARES (2003) *Comentario al régimen legal*, Tomo IV, Vol. 2B, págs. 400 y 462; CARRASCO PERERA/ERLAIZ COTELO/RENTERÍA TAZO (2010), *La adquisición con asistencia financiera*, Págs. 628-632 y ERLAIZ COTELO (2010), *Financiación de las adquisiciones*, págs. 710-711.

El debate se ha planteado en términos muy similares en el derecho italiano donde se constata una evolución de las posiciones desde las contrarias a la operación [MONTALENTI (1991), *Il leveraged buy out*, Milano], hasta la formación de un cuerpo de doctrina hoy mayoritaria que considera que el *merger LBO* no constituye un supuesto de vulneración de la prohibición de asistencia financiera [SPOLIDORO (2004), pág. 247; SPOLIDORO (2008), pág. 1036y PICONE (2003), pág. 1391]. Una síntesis de las posturas doctrinales y jurisprudenciales anteriores a la reforma anteriores a la reforma de 2003 puede verse en MONTALENTI (2004), págs. 2316-2317 y en MORANO (2003), pág. 954 y sigs. De hecho, la evolución o cambio de orientación en esta materia se produjo como consecuencia del desarrollo jurisprudencial. En efecto, alguna Sentencia dictada a finales de los años 90 ofrece la clave o solución interpretativa para distinguir cuándo una operación de LBO es lícita y cuándo no: "*spetta al giudice accertare se esigs.a realizzi o meno un operazione in frode alle legge, i cui indicio si posigs.ono trovare nella carenza di un progetto industriale valido e nella mancanza di un piano finanziario equilibrato*". Así, aun cuando el proyecto industrial podría ser objeto de una valoración subjetiva, el equilibrio financiero de la operación es una condición que, sin duda, se ajusta más a criterios objetivos y susceptibles de valoración en base a parámetros ciertos y predecibles o previsibles. La licitud de la operación sufre un impulso importante con la reforma del Derecho penal comercial italiano (d. lgs. 11 aprile 2001) gracias a la cual un LBO no puede considerarse más una restitución encubierta de aportaciones (tal y como señaló el Tribunal Penal de Milán en el caso *Farmaitalia*, el 30 de junio de 1992, Foro Italiano 1993, II, pág. 168).

²² Sobre todo en los casos de fusión directa o *forward merger*, es decir, cuando la sociedad adquirente absorbe a la sociedad objetivo. La doctrina se divide, sin embargo, cuando se trata de una fusión inversa *reverse merger*, es decir, fusión con absorción de la sociedad adquirente por la sociedad objetivo [así, AURIOLAS MARTÍN (1993), págs. 676 a 679] si bien en opinión de doctrina autorizada no se alcanza a comprender las diferencias que permiten aceptar la operación en unos casos y no en otros, pues ambas operaciones tienen el mismo significado económico y alcanzan el mismo resultado [FERNANDEZ DEL POZO (1994), pág. 188].

fusión estarían dando cobertura o se estarían utilizando para obtener un resultado prohibido por el ordenamiento jurídico²³ (es decir, el pago por la sociedad de sus propias acciones).

En el ámbito judicial encontramos resoluciones que apoyan o confirman la posición mayoritaria entendiendo que en las adquisiciones apalancadas no existe necesariamente asistencia financiera prohibida²⁴. Se sigue así la interpretación restrictiva considerando que si la finalidad financiera no existe o si ésta no es esencial, no puede entenderse que exista asistencia financiera y que, en el caso de una posterior fusión, tampoco se justifica la aplicación del art. 81.1 LSA porque el proceso de fusión contempla garantías específicas para acreedores y socios minoritarios.

A pesar de este escenario de incertidumbre, en la práctica estas operaciones eran frecuentes en el tráfico alcanzando un volumen e importancia notables tal y como se desprende de los diversos trabajos de investigación²⁵. Como se

²³ SANCHEZ DAFOS (2005), *El efecto de la prohibición de asistencia financiera en las operaciones de Forward Merger LBO en España y el efecto de la reforma en Italia*, RdS núm. 24, pág. 488 y sigs.; FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ (1999), pág. 634 y sigs. y MARTI MOYA (2010), *El procedimiento de fusión de las sociedades mercantiles. Especial referencia a la preparación, adopción e impugnación del acuerdo*, Granada, págs. 616-618.

²⁴ Así, Auto Secc. 28ª de la AP Madrid de 9 de enero de 2007, comentada por MINGOT AZNAR, (2007), *La prohibición general de asistencia financiera del artículo 81.1 LSA en las operaciones apalancadas. A propósito del Auto de la Sección 28ª de la Audiencia Provincial de Madrid de 9 de enero de 2007*, RdS, núm. 28, págs. 371 a 379. El supuesto de hecho se refiere a un préstamo sindicado solicitado por Gas Natural para hacer frente al pago de la contraprestación en dinero ofrecida por la opante a Endesa (opada). Al mismo tiempo Gas Natural había firmado un contrato con otra sociedad competidora de la opada en virtud del cual se comprometía -en el supuesto de que la oferta tuviese éxito- a transmitir a ésta un conjunto de activos de la opada; el referido contrato, fue utilizado como garantía para el reembolso del préstamo sindicado lo que llevó a Endesa a plantear la cuestión de la existencia de asistencia financiera.

Junto a este supuesto que es sin duda el más conocido por la notable repercusión que tuvo la referida OPA, encontramos otras resoluciones judiciales que acogen un concepto amplio de asistencia financiera incluso cuando se ha prestado con ocasión de una compra apalancada: Sentencia del Juzgado núm. 2 de lo Mercantil de 15 de febrero de 2007 y Sentencia de la Audiencia Provincial de la Rioja de 17 de octubre de 2008.

²⁵ ALEMANY (2008). En el trabajo se pone de manifiesto que hasta 2005, las compras apalancadas en España suponían un 30% del total de la inversión; en el período 2005-2007, la cuota se duplicó. Asimismo, MARTÍN PELLÓN, (2007). Según el Informe Capital Riesgo&private Equity en España de 2010 (disponible en www.ascr.org), las operaciones de LBO/MBO/MBI representaron en 2008-948,2 Millones de euros y, en 2009, 521,9 millones de euros lo que representaba unos porcentajes del 30,9 y del 31,3 respectivamente.

En el ámbito del continente europeo, vid: WRIGHT/RENNEBORG/SIMONS/SCHOLES, (2006), y en, WRIGHT/ SCHOLES/BURROWS/BALL/MUELEMAN/AMESIGS.

señaló, la LME ha venido a regular explícitamente las fusiones apalancadas, sin embargo, el régimen previsto genera nuevas incertidumbres dejando abiertos al debate interpretativo ciertas cuestiones²⁶, entre las que destaca la de la asistencia financiera en una fusión apalancada. Como veremos, quizás hubiera sido conveniente que se abordara con la necesaria claridad la compleja relación de la fusión apalancada con el concepto y las limitaciones propias de la asistencia financiera. El art. 35 LME, establece la necesidad de que los expertos independientes designados informen sobre el proyecto de fusión y se pronuncien sobre la existencia o no de asistencia financiera²⁷. La previsión legal abre así de nuevo el debate sobre qué supuestos concretos de adquisición apalancada pueden ser contrarios a la prohibición de asistencia financiera y cuáles no. Debate suscitado, en parte, por la propia justificación de la modificación introducida durante la tramitación parlamentaria en el sentido de pretender “evitar fusiones inversas con debilitamiento contable que además impliquen un supuesto prohibido de asistencia financiera”.

²⁶ Para algún autor, las dos posturas anteriormente señaladas deben entenderse superadas tras la aprobación de la LME siendo la vía idónea para resolver la relación entre las dos figuras, la doctrina del fraude de Ley. Así, considera que cuando se utiliza la fusión como medio de integración patrimonial para evitar la aplicación de la prohibición de asistencia financiera, ha de considerarse que la operación es en fraude de ley. En consecuencia, es preciso realizar el examen de todas y cada una de las operaciones. El *merger leveraged buy out* no es en sí mismo ilícito, todo depende de los fines para los que sea utilizado [MARTI MOYA (2010), págs. 614-615].

Al respecto, vid. la interesante postura de HERNANDEZ SAINZ (2010), “Fusión posterior a una toma de control o a una adquisición de activos relevantes con endeudamientos de la adquirente”, en *Transmisiones de empresas y modificaciones estructurales de sociedades*, dirs. Beneyto Pérez/Largo Gil, Bosch, pág. 505 y sigs.

²⁷ La regulación de las fusiones apalancadas y, especialmente, en aquellos aspectos relativos a la asistencia financiera, varió sustancialmente a lo largo de la tramitación parlamentaria. El art. 33 del Proyecto (actual art. 35) determinaba el supuesto de hecho de la fusión apalancada y, posteriormente, establecía las reglas a las que la operación debía someterse. Centrando la atención en la cuestión que ahora nos ocupa, el proyecto disponía que el informe de los expertos debía contener un *juicio de razonabilidad* sobre las indicaciones exigidas en el proyecto de fusión y en el Informe de Administradores. Aún cuando el precepto no abordaba la problemática de la asistencia financiera en las operaciones de fusión apalancada, la norma fue interpretada en el sentido de consagrar la licitud de la operación de adquisición apalancada con posterior fusión con carácter general y excluir en esos casos la prohibición de asistencia financiera. Interpretación que vendría avalada tanto por la doctrina mayoritaria como por alguna resolución judicial [RONCERO (2009), pág. 736 y sigs.].

En términos muy similares ha interpretado la doctrina italiana la introducción del art. 2501 bis *codice civile* que es el que regula la fusión apalancada [vid doctrina: GIANNINO (2006), pág. 17; SPOLIDORO (2004), pág. 251; PICONE (2003), pág. 1394 y MORANO (2003), pág. 952 y sigs.].

Parece, pues, que el legislador no comparte la opinión de la mayoría de la doctrina y de alguno de nuestros Tribunales en virtud de la cual, la aplicación de las normas de fusión hacen innecesaria la aplicación de la prohibición de asistencia financiera siendo el punto de partida del legislador el de entender que con anterioridad a la LME, las operaciones de adquisición apalancada con fusión quedaban incluidas en la prohibición de asistencia financiera. El régimen establecido no parece pues dirigido -en consonancia con las Directivas europeas- a flexibilizar la prohibición de asistencia financiera, admitiendo ciertos supuestos. La redacción del art. 35 LME parece apuntar que las fusiones apalancadas pueden comportar asistencia financiera, lo que reclama el examen de los expertos²⁸.

La vinculación de la existencia de asistencia financiera a la formulación del informe de experto independiente es errónea, ya que se trata de una cuestión netamente jurídica y no un concepto meramente económico o financiero. Hubiera sido más razonable que la determinación sobre la existencia o no de asistencia financiera quedara en todo caso confiada a los administradores y no a los expertos a quienes sólo se les debería pedir que se pronunciaran sobre aspectos económico-financieros-contables. Si los expertos no son las personas idóneas para pronunciarse sobre la existencia de asistencia financiera prohibida y como quiera que su opinión no puede entenderse determinante, la constatación de esa circunstancia queda en manos, en última instancia, de Jueces y Tribunales quienes determinarán también, en su caso, las consecuencias que de ello deriven.

Si lo que el legislador buscaba era evitar fusiones inversas con debilitamiento contable que implicasen un supuesto de asistencia financiera debería haber abordado la cuestión desde otra perspectiva quizás, estableciendo los límites dentro de los cuales estas operaciones deben entenderse admitidas (márgenes o límites de sobreendeudamiento, eventual debilitamiento contable de la sociedad etc.). Podrían utilizarse los criterios económicos y contables

²⁸ En todo caso, sobre el alcance de la intervención específica que contempla el art. 35 LME, v. MINGOT AZNAR, M., (2010), *Contenido y alcance del experto independiente en las fusiones apalancadas del art. 35 LME*, RdS 35, pág. 211 y sigs. y RONCERO SÁNCHEZ, A., (2010), *Ámbito de la exigencia del informe de expertos independientes en caso de fusiones posteriores a adquisiciones apalancadas*, RdS, 35 pág. 257 y sigs.

establecidos en el nuevo art. 23 de la Segunda Directiva para la interpretación de la situación de endeudamiento y, por tanto, de la determinación de asistencia financiera prohibida²⁹. Siguiendo la línea del art. 23 de la Segunda Directiva apuntamos algunas soluciones o alternativas: (i) realización de la operación en condiciones justas de mercado (no una transacción gratuita; -(ii) estudio de la situación crediticia del adquirente; -(iii) no reducción del activo neto por debajo del importe del capital suscrito aumentado por reservas; -(iv) inclusión en el pasivo de una reserva que no podrá ser distribuida, equivalente a la asistencia financiera total; y -(v) establecer como límite los recursos de libre disposición³⁰.

Pero al margen de estas medidas recogidas en la Segunda Directiva tras la modificación operada en 2006, podrían haberse incluido otras medidas. Por ejemplo, podría haberse exigido el llamado *test de solvencia*, medida que fue objeto de discusión en el debate previo a la modificación de la Directiva y recogida en la regulación prevista para las sociedades de responsabilidad limitada bajo el imperio de la *Companies Act* de 1985 [section 155 (6)] con vistas a asegurar que la sociedad puede mantener su solvencia y liquidez a lo largo de un determinado período posterior a la operación, con un análisis detallado de los flujos de caja (concretamente, que podrá pagar la totalidad de sus deudas en los 12 meses posteriores a la asistencia financiera)³¹.

A modo de conclusión, el régimen actual no prejuzga si las operaciones de fusión apalancada constituyen o no asistencia financiera, debiendo proceder a un examen caso por caso. Para valorar la operación será indicativo el informe de los expertos independientes pero éste no puede considerarse determinante ya que quienes deberán resolver la cuestión son, en último término, los Tribunales³². Es evidente que este control *a posteriori*, genera inseguridad

²⁹ Vid art. 23 Directiva, VELASCO SAN PEDRO (2006), *La reforma de la asistencia financiera en Europa*, 2006/5.

³⁰ BEIGVEDER MONTERO (2009), pág. 364; VICENT CHULIA (2008), pág. 63.

³¹ FERRAN (1999), *Company Law and Corporate Finance*, Oxford: Oxford University Press., pág. 402.

³² El resultado del informe del experto es revisable en sede judicial con ayuda de un perito en caso de que se impugne el rechazo a la operación.

Por otro lado, la existencia de asistencia financiera entraña la nulidad de la operación siendo, por tanto, impugnabile dentro del plazo legal.

jurídica, pudiendo tener, además, un efecto perturbador en el mercado. Es decir, si el sistema diseñado por el legislador español –al igual que sucede en muchos países de nuestro entorno- se distingue por su carácter esencialmente preventivo, debería haberse buscado otra solución a esta problemática. Más aún, la función asignada a los expertos independientes resulta excesiva por muchas razones: en primer lugar, porque se exige en todo supuesto de fusión apalancada incluso cuando no haya asistencia financiera (pensemos en las excepciones contempladas en la prohibición); en segundo término, porque el informe se exige *incluso cuando se trate de acuerdo unánime de fusión* (art. 35 LME) y finalmente, en tercer lugar, aunque no se puede reprochar nada al legislador cuando exige un juicio sobre la razonabilidad de las indicaciones relativas a la operación en su conjunto³³, no podemos valorar de la misma manera la exigencia de que los expertos determinen en su informe si la operación comporta asistencia financiera. Tal asistencia no es un concepto económico, sino jurídico³⁴.

VII. SUPUESTOS ESPECIALES DE RESPONSABILIDAD DE LOS ADMINISTRADORES EN LA PREPARACIÓN Y EJECUCIÓN DE UNA FUSIÓN APALANCADA

La regulación española de la fusión apalancada (que sigue muy de cerca lo dispuesto en el art. 2501 *bis* del *codice civile*, se caracteriza -en coherencia con ese carácter preventivo de la regulación en materia de fusiones apalancadas a que con anterioridad hemos hecho referencia- por establecer un derecho de información reforzado para los socios con vistas al ejercicio de sus derechos de voto y para los acreedores en orden al ejercicio de su derecho de oposición³⁵. Ese derecho de información reforzado comprende la información o indicaciones tanto del proyecto de fusión sobre algunos aspectos de la operación, como la explicación o justificación de la realización de la operación (informe de los administradores), información toda ella que se ofrece bajo la responsabilidad de sus autores (art. 35. 1ª y 2ª LME). Se trata de que el proceso de fusión pueda

³³ SPOLIDORO (2004), pág. 257 y sigs.

³⁴ El error en este planteamiento quizás derive de la ausencia de unos límites en el art. 45 dentro de los cuales deba entenderse admitidas estas operaciones. De esta manera, los expertos no hubieran tenido más que contrastar esos márgenes y pronunciarse o informar sobre si la operación excede o no los límites.

³⁵ En la doctrina italiana, vid. MONTALENTI (2004), págs. 2320-2321.

desarrollarse teniendo una valoración de la operación en su conjunto: negocio de financiación, contrato de adquisición, fusión y plan económico y financiero para el reembolso de la financiación obtenida³⁶. Es decir, a diferencia de cuanto sucede en el supuesto de la fusión “ordinaria”, en la fusión apalancada –dadas las especiales características- se exige que consten no sólo las circunstancias principales de la operación sino que también se exige una justificación de la adquisición del control, de la operación de fusión y el plan de futuro.

La exigencia de esa información sirve para identificar operaciones excesivamente arriesgadas generadoras, en su caso, de daños a la sociedad, socios o terceros en orden al ejercicio de las correspondientes acciones de responsabilidad ya sean las previstas en el régimen general, o la responsabilidad concursal establecida en el art. 172.3 LC. Asimismo, esta documentación –tal y como veremos más adelante- podrá facilitar, si es que ello fuera posible, la rescisión de la operación. Finalmente, como última consideración general, es preciso advertir que el incumplimiento de las normas contenidas en el art. 35 LME, legitimará para impugnar el proceso de fusión dentro de los límites señalados en el art. 47 LME.

No es nuestro objetivo en este momento realizar un análisis exhaustivo de ambos documentos. Sobre ellos existen ya importantes trabajos doctrinales a los que en este momento nos remitimos³⁷. Nuestro objetivo es, sencillamente, poner de manifiesto los aspectos que, en relación con la materia que nos ocupa ahora, merecen ser destacados por las particularidades o diferencias que, con respecto al régimen ordinario de fusión, presentan. Posteriormente, realizaremos algunas consideraciones en relación con la eventual responsabilidad de los administradores.

³⁶ PICONE (2003), pág. 1407; SPOLIDORO (2004), págs. 252 y 256; GIANNINO (2006), pág. 18. En este sentido, la doctrina italiana señala que el art. 2501 *codice civile* contiene una disciplina sustancial del *merger Leveraged buy out*.

³⁷ Entre otros, LARGO GIL (2000), *La fusión de sociedades mercantiles. Fase preliminar, proyecto de fusión e informes*, y en, (2009), *La fase previa y el proyecto de fusión*; CORTES DOMINGUEZ/PEREZ TROYA (2008), *Comentario al régimen de las Sociedades Mercantiles*; SANCHEZ CALERO, J. (2009), *Informe de los Administradores* y SEQUEIRA, (1999), *El proyecto de fusión como condicionante del ámbito de los acuerdos a adoptar por las sociedades participantes en la fusión*, RdS núm. 12, pág. 195.

Por lo que se refiere al proyecto de fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente, a pesar del silencio legal al respecto, parece razonable entender que éste ha de ser redactado por los administradores quienes deberán, asimismo, suscribirlo de tal manera que, si faltara alguna firma deberá indicarse señalando también la causa. Todo ello no es sino consecuencia de la aplicación por analogía de lo dispuesto en el art. 30.1 LME. La aprobación de este documento por parte de los administradores genera para ellos obligaciones de carácter contractual³⁸ y, en caso de incumplimiento, conllevará responsabilidad. En efecto, los administradores responden frente a la sociedad de la correcta redacción del proyecto. Asimismo, ha de tenerse en cuenta que cada una de las sociedades participantes estará obligada a responder frente a las restantes de la correcta redacción del proyecto, lo que podrá dar lugar a la oportuna indemnización por daños y perjuicios, fundada en el incumplimiento contractual de los pactos previos, en la incorrecta ejecución o en la resolución del protocolo. En definitiva, se puede originar una responsabilidad por falta de diligencia en la redacción del proyecto.

En el supuesto de una fusión apalancada, el contenido del proyecto de fusión habrá de ser el establecido para cualquier operación de fusión, con carácter general, en el art. 31 LME, a lo que habría que añadir la indicación de *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* (art. 35.1ª LME).

Al respecto pueden hacerse varias consideraciones. Debe advertirse que se trata de un contenido de carácter mínimo, que sirve de guía a Registradores y Jueces para determinar si el proyecto está incompleto o no (arts. 32, 46 y 47 LME). Ello significa que, en caso de que se estime necesario, podrán añadirse en el proyecto otras informaciones que pudieran resultar de gran interés a socios y acreedores. En rigor, la especialidad se limita a informar sobre un aspecto concreto de esta operación - la indicación de los recursos y los plazos previstos para la satisfacción de las deudas- pero esta exigencia es deficiente. La

³⁸ CORTES DOMINGUEZ/PEREZ TROYA (2008), *Comentario al régimen de las sociedades mercantiles*, pág. 106.

exigencia peca por exceso porque se exige que se indiquen tanto en el proyecto como en el informe los recursos que se pretenden destinar a la satisfacción de la deuda financiera lo cual es redundante y, además, inapropiado. Así, parecería más lógico que -siguiendo lo establecido en el art. 2501 bis *codice civile* y de acuerdo con la naturaleza de cada uno de esos documentos- en el proyecto se recogieran los recursos previstos para la satisfacción de las deudas, dejando para el informe la indicación de la fuente de los recursos financieros. Peca también la exigencia por exceso cuando se exige la determinación de los plazos. Ese dato, se habrá incluido normalmente en el negocio de financiación en el que la sociedad resultante de la fusión se subrogará como consecuencia de la sucesión a título universal. No parece apropiada, por tanto, su inclusión en el proyecto. De hecho, la doctrina italiana³⁹ no lo exige. Más aún, parece que de alguna manera la información subyacerá en la relativa a los recursos que se destinarán al pago.

Por otra parte, la exigencia peca por defecto porque quizás fuera conveniente incluir en el proyecto una mención expresa a la solvencia de la sociedad, al nivel de endeudamiento o a la reducción del activo neto que se producirá como consecuencia de la realización de la operación. Es decir, puesto que uno de los principales riesgos de la operación es el del sobreendeudamiento y, en consecuencia, una posible situación concursal, y como quiera que no se ha establecido la necesidad de realizar ningún test de solvencia y liquidez, quizás, al menos, fuera conveniente acreditar de alguna manera que la sociedad va a poder hacer frente a la operación. Por lo demás, el inciso primero de este art. 35 LME no exige ulteriores precisiones.

La segunda pieza fundamental es el informe de los administradores⁴⁰ que a tenor de lo que establece el art. 35 2ª LME “*debe indicar las razones que*

³⁹ TAMBURINI (2005), “Art. 2501 bis. Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento”, en *Il nuovo diritto delle società, a cura di Alberto Maffei Alberti*, Milano, pág. 2519 y sigs. y PICONE (2003), pág. 1420 y sigs.

⁴⁰ Constatamos que la elaboración del informe de los administradores no es preceptiva en determinados supuestos de fusión (fusión por absorción de sociedad íntegramente participada, fusión por absorción de una sociedad participada al 90% -art. 50 LME-, fusión con acuerdo unánime de los socios cuando la sociedad resultante o las participantes no sean sociedades anónimas o comanditarias por acciones -art. 42 LME-). No se entiende muy bien por qué en determinados supuestos de fusión aún cuando conlleven una adquisición apalancada, se ha optado por no ofrecer a los socios la información relativa a la operación en su conjunto reflejada en el Informe. Solución que, desde nuestro punto de vista, no sólo

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". La interpretación que de este aserto realiza algún autor⁴¹, pasa por considerar que la exigencia legal pretende identificar *business reason* y *business purpose* (el negocio de financiación y el negocio de adquisición y fusión), terminología que recuerda a la empleada por Lord Oliver en el caso *Brady*. Es decir, lo que se pretende es que los administradores informen de la "operación en su conjunto" expresión que engloba las dos exigencias a que se refiere la primera parte de este inciso del precepto: el por qué y el para qué. El Derecho italiano exige la indicación de "las razones que justifican la operación" lo que ha de interpretarse como la operación en su conjunto⁴², no sólo a la fusión.

En definitiva, el Proyecto debería contener un *business plan* propiamente dicho. Pero de nuevo debemos denunciar el carácter deficiente de este art. 35, 2ª LME. Son varios los problemas que suscita en una primera aproximación. Quizás hubiera sido conveniente que los administradores incluyeran en su informe otras menciones. Especialmente, una acreditación de que la sociedad puede mantener su solvencia y liquidez a lo largo de un período de tiempo posterior a la operación, con un análisis detallado de los flujos de tesorería. Asimismo, teniendo en cuenta las incertidumbres que genera la operación de fusión apalancada en cuanto a la existencia o no de asistencia financiera prohibida, debería haberse previsto que el informe contuviese una mención al respecto sobre todo porque, en otro caso, la única valoración con que contarán los socios y los acreedores será la establecida en el informe elaborado por los expertos independientes al que no cabe atribuir un control de la legalidad de la operación.

resulta insatisfactoria sino que, además, se separa de la solución italiana que tan de cerca parece hemos seguido. En efecto, en Derecho italiano, se establece que las normas relativas a las fusiones simplificadas no operan en el caso de una fusión posterior a una compra apalancada. Vid. justificación en SPOLIDORO (2004), pág. 245 y sigs.

Vid. último párrafo del art. 2501 bis *codice civile*: "*alle fusione di cui al primo comma non si applicano le disposizioni degli articoli 2505 e 2505 bis*".

⁴¹ RONCERO (2009), pág. 753.

⁴² SPOLIDORO (2004), pág. 255 y sigs.

Los documentos que han de ponerse a disposición del socio, constituyen la base sobre la que los socios van a sustentar un juicio sobre la operación y su cumplimiento, por lo que cualquier alteración de las circunstancias podría llevar a entender, o bien que ha existido un vicio sobre un elemento esencial del negocio de fusión (el derecho de información), que podría llevar a los perjudicados a instar la nulidad de la fusión⁴³, o bien exigir la responsabilidad de los administradores (o a plantear ambas acciones cumulativamente).

Empecemos por señalar que la adopción de cualquier acuerdo social ilícito y su posterior ejecución siempre otorgan derecho a los eventuales perjudicados a obtener el correspondiente resarcimiento de los daños y perjuicios que les fueren causados. Así, la posibilidad que los socios y terceros tienen de impugnar un determinado acuerdo social de la junta al amparo del art. 204 LSC (art. 115 LSA), cuando éste fuese ilícito, no es obstáculo para el posible ejercicio por aquéllos de la acción individual o social de responsabilidad contra los administradores *ex arts. 236 y 241 LSC -arts. 133 a 135 LSA-* (contractual -art. 1101 *código civile-* o extracontractual -*ex art. 1902 código civile* según proceda) según se haya causado daño directo al patrimonio del socio o al patrimonio social.

No pretendemos en este momento realizar un análisis exhaustivo sobre los presupuestos de la responsabilidad o sobre el ámbito de aplicación de las acciones de responsabilidad. Bastará de nuevo una remisión a quienes se han ocupado de este tema⁴⁴. A nuestros efectos, interesa destacar que en el caso de la fusión apalancada, se impone expresamente a los administradores el deber de elaborar, poner a disposición y/o publicar determinados documentos e informes de intereses para los socios. La emisión de información falsa o incorrecta que haya sido adecuada para que se tomara una decisión sobre la operación debe poder traducirse en la exigencia de responsabilidad a los administradores; responsabilidad que se fundaría en la infracción del deber objetivo de cuidado (deber de informar diligentemente).

⁴³ MONTALENTI (2004), pág. 2323.

⁴⁴ SANCHEZ CALERO, F., (2007), *Los administradores en las sociedades de capital*, Cizur Menor, pág. 286; MARÍN DE LA BARCENA, *La acción individual de responsabilidad frente a administradores de las sociedades de capital* (2005), págs. 82-83 y ESTEBAN VELASCO (2008), "La acción individual de responsabilidad", en *La responsabilidad de los administradores*², dirs. Rojo/Beltrán, , Valencia, pág. 153 y sigs.

La mayor parte de los supuestos generadores de responsabilidad para los administradores en el caso de la fusión apalancada radicarán en un comportamiento antijurídico, como pudiera ser el falseamiento de los datos e informaciones contenidas tanto en el proyecto como en el informe que sobre la operación, han de emitir⁴⁵. La responsabilidad nacerá también de la negligencia (*ex art. 225 LSC*) en el ejercicio de sus funciones o deberes y, por tanto, en su culpa, por ejemplo, cuando hayan realizado un plan de negocio o de financiación excesivamente optimista, alejado de la realidad (omisión de la diligencia debida), existiendo tal omisión cuando el perjuicio causado era previsible para un buen administrador en las circunstancias del caso y susceptible de su evitado con el empleo de la diligencia exigida.

Pero lo que, desde nuestro punto de vista, puede constituir la mayor fuente de litigiosidad en el futuro y donde la información quizás pueda tener mayor relevancia es en relación con el retorno de la deuda. Muchas de las circunstancias, informaciones y afirmaciones que deben constar en el informe son de carácter prospectivo, es decir, previsiones que afectan a la planificación económica y financiera; más concretamente, del texto legal parece deducirse que el núcleo más importante de estas previsiones se refieren al plan de retorno de la deuda que es el problema principal en las fusiones apalancadas. Ahora bien, si se trata de meras previsiones y, en consecuencia, informaciones y justificaciones *apriorísticas*, la duda surge cuando lo proyectado no puede realizarse en los términos inicialmente establecidos. Así, en principio ha de entenderse que lo proyectado en la operación de fusión apalancada ha de ser efectivamente realizado y sólo cabrá separarse de lo previsto cuando concurra una justa causa o una circunstancia de fuerza mayor. Es decir, cuando se produzcan cambios o alteraciones como consecuencia de la concurrencia de factores impredecibles (externos e internos; cambios en las políticas de mercado que exijan una modificación en la política empresarial, por

⁴⁵ O incluso que se diera cobertura a través de la operación a infracciones de normas imperativas reguladoras de las sociedades de capital como la prohibición de devolución de aportaciones al margen de la reducción de capital social, límites a la distribución de beneficios y entrega a cuenta de dividendos, prohibición de sobreendeudamiento en caso de emisión de obligaciones.

ejemplo). Sin embargo, en ocasiones, las modificaciones responderán a decisiones de gestión difícilmente fiscalizables por los Tribunales⁴⁶.

En algunos supuestos la responsabilidad de los administradores surge cuando la operación no se realice tal y como se diseñó. Así, y aún entendiendo que la actividad empresarial implica un riesgo, las operaciones diseñadas y el endeudamiento que las acompaña, deben atender a criterios razonables. Es un criterio indeterminado y que exigirá un análisis pormenorizado caso por caso.

Debe diferenciarse el deber de información de los administradores respecto del juicio de razonabilidad sobre las fuentes de financiación contempladas en el proyecto, que deben también valorar los expertos independientes. El juicio que emitan los expertos se configura como una suerte de certificación de la viabilidad, de la congruencia y correspondencia con los principios de buena gestión empresarial, del efecto de apalancamiento de la operación. Se trata, como es obvio, de juicios sujetos a oscilaciones valorativas y, en consecuencia, admiten opiniones diferentes e incluso divergentes a la luz de las reglas del juicio empresarial y de la praxis financiera. Ciertamente, la valoración que de estas cuestiones hagan los expertos no exonerarán de responsabilidad a los administradores. La tutela se sitúa en todo caso en el plano del resarcimiento, lo que requiere o exige la identificación del perjuicio, no siempre fácil. Parece razonable entender que el perjuicio debe fijarse en relación a la rentabilidad y al valor de la participación y a la integridad del patrimonio de la sociedad como consecuencia del excesivo o irracional apalancamiento, recurriendo a la noción de daño.

Dadas las dificultades señaladas, deberían establecerse límites que dificulten la realización de las operaciones con mayor riesgo de generar una situación de insolvencia de la sociedad. Hubiera sido conveniente que se limitaran los niveles

⁴⁶ Así, en el ámbito de la doctrina italiana se sostiene que el proyecto o plano económico o plano económico-financiero es, por definición, un proyecto de carácter prospectivo y no una comunicación de información real y contrastable sino que se configura como una expresión típica de las alternativas u opciones empresariales guiadas por el principio de la *Business Judgement Rule*. Las informaciones de carácter prospectivo no son algo ajeno al derecho societario (por ejemplo, en la información sobre la evolución de la gestión prevista en el art. 2428, 2º Co, nº 6); estas informaciones contienen elementos de incertidumbre propios de cualquier acto o acontecimiento futuro, que tienen como único límite posible la valoración razonable por parte de los administradores [MONTALENTI (2004), págs. 2320-2321].

de endeudamiento con vistas a intentar asegurar la viabilidad de la operación (parece que un criterio sería que la operación no redujese el activo neto por debajo de un determinado nivel, lo que podría asegurar la pervivencia de la sociedad durante un determinado período posterior a la operación). Los estudios empíricos que sobre la materia se han realizado ponen de manifiesto que el nivel de endeudamiento de la sociedad objetivo suele oscilar entre cuatro y doce veces el importe de sus fondos propios⁴⁷. Desde esta perspectiva, podría exigirse responsabilidad por aquellas operaciones aptas para causar la insolvencia es decir, operaciones de carácter especulativo que debiliten la solvencia de la sociedad adquirida⁴⁸. Todo ello, sin perjuicio de la eventual exigencia de responsabilidad *ex art.* 172.3 LC para el supuesto de que los administradores hayan contribuido a generar o a agravar la situación de insolvencia de la sociedad⁴⁹. Esta idea tendría su origen en la llamada *tesis sostanzialista*, acogida por los Tribunales americanos y desarrollada por la doctrina italiana. En efecto, los Tribunales americanos han calificado de *fraudulent conveyances*⁵⁰ las operaciones de LBO aptas para causar la insolvencia de la empresa⁵¹.

La tesis sostiene que hay LBOs fundadas en un recurso al endeudamiento razonable y, por tanto, lícito y otras en las que el recurso al apalancamiento es

⁴⁷ ALEMANY (2008), págs. 9 y 10.

⁴⁸ SPOLIDORO (2004), pág. 251 y sigs.; PICONE (2003), págs. 1391 a 1453.

⁴⁹ SPOLIDORO (2004), pág. 244.

⁵⁰ Ya en 1571, el Parlamento aprobó lo que sería el germen de esta figura en los Estatutos de Elisabeth 13^a en los que se preveían sanciones penales y preveía la anulación de transmisiones de propiedad realizadas con malicia, fraude, ... con la intención de esconder, defraudar a los acreedores. La dificultad estribaba en probar el elemento intencional. Los Tribunales desarrollaron como consecuencia de ello un listado de presunciones de fraude. Así, la *Uniforme Fraudulent Conveyance Act* (UFCA) de 1918, estableció la necesidad de probar la existencia de fraude eliminando algunas de las presunciones que se aplicaban entonces y manteniendo sólo aquellos supuestos susceptibles de probar de forma objetiva e irrefutable el fraude. Un Comité de Expertos a quienes se había encargado la revisión de la norma determinó la modificación del nombre pasando a denominarse *Uniform Fraudulent Transfer Act* al entender que el término "*conveyance*" limitaba la figura a las transmisiones de carácter personal. No todos los Estados americanos adoptaron el UFCA; más aún, el Congreso adoptó una versión del UFCA ligeramente modificado para su incorporación en la *Bankruptcy Act* de 1898, en la de 1938 y en la *Bankruptcy Reform Act de 1978*. [Al respecto vid. BUCKBERG/DUNBAR (2005), *The economics of Fraudulent Conveyance*, 24 junio].

⁵¹ ARDIZIONE (2006), "Commento all'articolo 2501-bis", en MARCHETTI-BIANCHI-GHEZZI-NOTARI (dir.), *Commentario alla riforma delle società*, vol. II, Milano, pág. 473 y MONTALENTI (2004), *Il leveraged buy out nel nuovo diritto penale commerciale e nella riforma del diritto societario*, Giur. Comm. I, pág. 796, nota 9).

predatorio sin que haya detrás de eso proyecto empresarial alguno. La teoría ha sido criticada por considerar que es muy difícil fiscalizar las concretas motivaciones empresariales de una operación y por dejar en manos del juez una tarea que no le corresponde: la justificación económica. En el contexto de los LBOs los Tribunales han permitido la anulación de dos partes diferentes de la transacción: por un lado, la de la deuda en que incurre la sociedad *target* para la realización de la operación y de las garantías establecidas en orden a asegurar el cumplimiento de las obligaciones asumidas; por otro, la de los pagos realizados a los accionistas de la sociedad *target* como contraprestación. Aún cuando el *Bankruptcy Code* tanto en su *section 548*⁵² como en la 550⁵³ y en la 544⁵⁴ prevé medidas relacionadas con la anulación de las operaciones (lo equivalente a una acción “*resarcitoria*”), la mayoría de los Estados (incluyendo el de Nueva York y el de Delaware) recurren a la *Uniform Fraudulent Transfer Act*, cuyo contenido es prácticamente idéntico a lo establecido en el *Bankruptcy Code*, con la diferencia de que se prevé un período de retroacción de unos 4 años.

En cualquier caso, la *Uniform Fraudulent Transfer Act*, estipula en el art. 7 que cualquier acuerdo realizado con la intención de esconder, posponer o defraudar a los acreedores (presentes o futuros) es fraudulento. Por su parte, y por lo que se refiere a los Tribunales y aunque existen posiciones contrarias⁵⁵, han entendido y declarado nulas las adquisiciones societarias realizadas a través de LBOs y sus contratos de financiación cuando la operación culmina en la insolvencia de la sociedad⁵⁶.

⁵² La *section 548* permite la anulación de las operaciones de transmisión de activos o de las obligaciones asumidas en los dos años anteriores a la solicitud de declaración de concurso consideradas como fraudulentas.

⁵³ La *section 550* prevé que el deudor o el *trustee* (Chapter 11) pueda recuperar la propiedad del objeto transmitido fraudulentamente dentro de unos límites.

⁵⁴ La *section 544* permite al deudor o al *trustee* evitar reclamaciones fraudulentas bajo la legislación -no concursal- aplicable.

⁵⁵ En efecto, algunos Tribunales e incluso un sector doctrinal [BAIRD/JACKSON (1985), *Fraudulent Conveyance Law and its proper domain*, 38 Vand. L. Rev. 829, 852] entre la operación y el advenimiento de la insolvencia, es suficiente para presumir que el LBO no fue la causa inmediata del concurso de la sociedad. Así, *Moody v. Security Pac. Bus. Credit, Inc.*, 971 F.2d 1056, 1073-74 (3d Cir. 1992); *MFS/Sun Life Trust-High Yield Series v. Van Dusen Airport Servs. Co.*, 910 F. Supp. 913, 944 (S.D.N.Y. 1995); *In re Joy Recovery Technology Corp.*, 286 H.R. 54, 76 (Bankr. N.D. 111. 2002).

⁵⁶ *Murphy v. Meritor Savings Bank*, 126 B.R. 370, 393, 413 (Bankr. D. Masigs.. 1991), in which an LBO left the corporation with insufficient cash to operate for longer than 10 days; *Wieboldt*

Desde esta perspectiva, la UFTA contempla dos tipos de fraudes: el “*actual*” y el “*constructive*”. El primero existe cuando una transmisión se realiza con la intención de esconder, retrasar o defraudar a los acreedores. Los Tribunales, salvo en raras ocasiones, han entendido que se daba el “actual” fraude en el contexto de un LBO. El “*constructive fraud*”, por el contrario, se conecta con las transmisiones realizadas no en el mejor interés para el cedente⁵⁷. Para que se de ese supuesto es preciso que la operación se haya realizado por un importe menor al del valor razonable⁵⁸ y, además, deberá concurrir alguno de los elementos siguientes. Los elementos de este supuesto son: (i) que el deudor fuera insolvente en el momento de la transmisión o hubiera devenido insolvente como consecuencia de ella; (ii) que tras la operación se hubiera quedado con un capital claramente insuficiente⁵⁹; (iii) que hubiera incurrido en deudas por encima de su capacidad de devolución o pago⁶⁰; y (iv) que hubiera realizado la operación o asumido la obligación en beneficio de un tercero con el que existía una relación contractual laboral y no en el curso ordinario de los negocios.

Stores, Inc. v. Schottenstein, 94 B.R. 488 (N.D. Ill. 1988); *United States v. Tabor Court Realty Corp.*, 803 F.2d 1300 (3d Cir. 1986).

Vid. 2000 COLLIER HANDBOOK FOR TRUSTEES AND DEBTORS IN POSIGS.ESIGS.ION.

En la doctrina: MINTZ, D., LBOs and Fraudulent Transfers: How Susceptible Are You to Avoidance?, 22 Bankruptcy law reporter 693, 0/05/2010; BAIRD,D., Legal Approaches to Restricting Distributions to Shareholders: The Role of Fraudulent Transfer Law, <http://sigs.rn.com/abstract=963335>, *European Business Organization Law Review (EBOR)*, Vol. 7, 2006.

⁵⁷ Resulta muy revelador el razonamiento del Juez Posner en su Sentencia en el caso *Boyer v. Crown Stock distrution, Inc., et al.*, “Regardless, the court observed that “whether one calls it an LBO or not is not critical....Some LBOs are legitimate, and others are fraudulent conveyances.” *Id.* The court observed that “fraudulent conveyance doctrine... is a flexible principle that looks to substance, rather than form, and protects creditors from any transactions the debtor engages in that have the effect of impairing their rights. While ensuring that the debtor can continue to do business and assuring third parties that transactions done at arms-length will not be secondguessed” *Id.* (citing Douglas G. Baird, *Elements of Bankruptcy*, 153-4 (4th ed. 2006) (emphasis added). The court stated that “if one has to call the overall transaction something, the something is an LBO.” SUSSMAN/KLEIN (2010), 7th Circuit Says Fraudulent Transfer Laws Apply to LBOs, *The Journal of Corporate Renewal*, Marzo.

⁵⁸ El análisis financiero debe ser realizado por los administradores en el proceso de *due diligence*, tal fue el supuesto del Caso *Credit Managers Association of Southern California vs. The Federal Company* (629 F. Supp. 175 et 182).

⁵⁹ Los Tribunales han entendido que la adecuación del capital constituye un parámetro más seguro y estricto que la mera referencia a la solvencia. Vid. *Moody v. Security Pacific Business Credit, Inc.*; y, *Vadnais Lumbre suply, Inc. v. Byrne.* (100 B.R. 137, Bankr. D. Masigs.1985).

⁶⁰ *Boyer v. Crown Stock distribution, Inc., et alg.*, 587 F. 3d 787 (7th. Circuit, Nov. 21, 2009).

VIII. LA DERIVA CONCURSAL DE UNA FUSIÓN APALANCADA

El problema frecuente de los LBOs radica en la cancelación de la deuda contraída para la adquisición por medio de la enajenación de parte de su patrimonio o con los flujos de caja previstos, sobre los que se ha calculado el nivel de apalancamiento. En otras ocasiones se constituyen garantías sobre las acciones de la sociedad adquirida y sobre sus mismos bienes⁶¹. En cualquier caso, el peligro de las adquisiciones apalancadas y posterior fusión es que pueden deteriorar las condiciones financieras de la sociedad hasta un extremo en el que se atisba el riesgo de concurso⁶². Tanto es así, que los LBOs han sido "traducidos" como *Large Bankruptcy Opportunity*.

Así, si por la razón que fuera la operación proyectada no se sujetara a las previsiones sobre las que se calculó el endeudamiento o mejor dicho el retorno de la deuda, o se alteraran por circunstancias exógenas las variables sobre las que se diseñó la operación, el éxito de ésta puede quedar comprometido y el concurso no puede descartarse. En el momento que la sociedad *target* se vea incapaz de generar los flujos necesarios para que sea atendido el pago de la deuda, comenzarán los problemas financieros de la sociedad, y, en consecuencia, no podrá descartarse la posibilidad de concurso (voluntario) si la sociedad llega a encontrarse en situación de insolvencia.

1) LBOs y Derecho concursal español: la clasificación de créditos y el ejercicio de acciones rescisorias.

La posibilidad de concurso exige atención hacia el marco normativo que contiene una pluralidad de previsiones que pueden alterar sustancialmente el modelo económico que está detrás de un LBO o incluso, poner en riesgo la operación misma. Aparecen dos grandes problemas: por un lado, la posibilidad de considerar la fusión como un acto perjudicial para la masa y, en consecuencia, la de plantear su rescisión y, por otro lado, el problema de los

⁶¹ MONTALENTI (1991), pág.1

⁶² JIN LIN/FIONA WANG, *Leveraged buy outs: inception, evolution, and future trends*, Perspectives, Vol. 3, No. 6 y SILVESTRI (2005), *The new Italian Law on Merger Leveraged Buy-Outs: a law and Economics Perspective*, European Business Organization Law Review, 6, págs. 101- 106.

acuerdos o contratos de financiación acordados para la realización de la operación, con las preferencias pactadas y el sistema de prelación establecido en la LC.

En relación con la primera de las cuestiones planteadas, de conformidad con lo establecido en el art. 71.1 LC, no hay motivos aparentes para entender que la operación de fusión apalancada no pueda ser rescindida si fuera considerada perjudicial para la masa (siempre que hubiera sido realizada en los dos años anteriores a la fecha de declaración del concurso y aunque no hubiera existido intención fraudulenta). El art. 47 LME -que trae causa de la III Directiva sobre fusiones, concretamente del art. 22 sobre nulidad de la fusión inscrita⁶³- por razones de seguridad jurídica, protege la fusión inscrita admitiendo su regularización *ex post* o reconociendo la eficacia “*sanatoria*” o convalidante de lo inscrito en el Registro Mercantil (párrafo 1º art. 47 LME), sin perjuicio de los derechos de los socios y terceros al resarcimiento de los daños y perjuicios.

Pero este art. 47 LME dista mucho de ser claro y suscita numerosas dudas⁶⁴. El primer inciso del art. 47 LME después de sentar el principio de regularización añade “*ninguna fusión podrá ser impugnada tras su inscripción siempre que se haya realizado de conformidad con las previsiones de esta Ley*”. Esto induce a pensar que, a pesar de la regla general, existen ciertos vicios o causas de impugnación que no quedan sanados y que, por tanto, pueden dar lugar a la sentencia judicial declarativa de la nulidad de la fusión inscrita. Se ha apuntado autorizadamente una interpretación correctora del precepto, señalando que el ámbito del efecto sanatorio o convalidante se refiere a los vicios susceptibles de ser detectados por el Registrador en su calificación. Por tanto, sólo serán susceptibles de impugnación los acuerdos que adolecieran de vicios o defectos no susceptibles del control o filtro de los Registradores: por ejemplo, acuerdos abusivos, presupuesto de la propia fusión apalancada (endeudamiento en los tres años anteriores). ¿Sería susceptible de impugnación la fusión por el socio como consecuencia de la lesión patrimonial sufrida derivada de la fijación inadecuada de la relación de canje?

⁶³ Directiva 78/855/CEE, de 9 de octubre de 1978.

⁶⁴ FERNÁNDEZ DEL POZO (2009), *La fase de ejecución*, pág. 686 y sigs.

Más concretamente, y analizando la jurisprudencia recaída sobre este punto, parece que sería posible sostener la impugnación de la fusión cuando en la fijación de la relación de canje se hayan infringido las reglas imperativas: cuando la relación de canje no está justificada (34.3 LME) por estar indebida o insuficientemente basada en el valor real (art. 25 LME). Sin embargo, el tenor del art. 47 LME parece sugerir la solución contraria. De su literalidad se infiere que la intención -en términos generales- del legislador ha sido la de mantener en aras de la seguridad jurídica y del tráfico la fusión, dejando abierta la vía de la compensación económica por los daños sufridos⁶⁵

El ejercicio de la acción tiene como presupuesto objetivo que el acto suponga un perjuicio para la masa activa. La cuestión radica en delimitar la noción de “*perjuicio para la masa*”⁶⁶, en cuanto principio jurídico indeterminado. Bajo el término “*acto perjudicial*” han de entenderse comprendidos cualesquiera actos realizados por el deudor que impliquen una disminución del patrimonio (asimilable a la noción de daño o pérdida de valor⁶⁷) o que hayan impedido un incremento de ese patrimonio. El perjuicio ha de apreciarse teniendo en cuenta la finalidad de las acciones de reintegración concursal de tal manera que existirá perjuicio cuando el “*acto impugnado impida, disminuya o dificulte la satisfacción colectiva de los acreedores concursales*”⁶⁸.

⁶⁵ Más aún si analizamos el art. 38 LME sobre la impugnación del balance de fusión de cuyo texto habría que colegir que la impugnación del balance debe entenderse referida a “*impugnación de la fusión por inequidad de la relación de canje*” lesiva para el socio minoritario y ella por sí sola no es suficiente para producir efectos suspensivos, no obstaculiza la inscripción.

⁶⁶ Teniendo en cuenta que en el momento de realización del acto no parece hablarse de masa activa, pues aún no se ha declarado el concurso, ha de asimilarse la expresión “*perjuicio a la masa*” a la de “*perjuicio al patrimonio*” del deudor que es lo que integrará la masa tras la declaración de concurso.

⁶⁷ “*El perjuicio que fundamenta la acción rescisoria concursal es que se considera perjudicial para la masa activa todo acto o negocio que no responda a una equivalencia de prestaciones e implica una pérdida de valor en el patrimonio del deudor concursado*” [CERDA ALBERO (2006), “Leveraged buy out y situaciones concursales: implicaciones para la entidad de capital riesgo”, en *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España. Entidades y operaciones*, coord. Miguel Trías Sagnier, Madrid-Barcelona, pág.310].

⁶⁸ LEÓN (2004), *Artículo 71 LC*, pág. 1307. En definitiva, ha de analizarse el sacrificio soportado por todos los acreedores como consecuencia de la insolvencia para apreciar si ha habido daño o no y ESCRIBANO (2007), *El perjuicio en la acción rescisoria concursal*, ADC 2007/10, págs. 21-27.

Desde esta perspectiva, y centrándonos en el supuesto que ahora nos ocupa – LBO-, parece evidente que desde un punto de vista objetivo, como quiera que la sociedad *target* en virtud del principio de sucesión universal, asume las obligaciones de la adquirente viendo así incrementado su pasivo, habrá de analizarse para determinar la existencia o no de un perjuicio, el activo de la adquirente y valorar si ese activo justificaba o no el nivel de endeudamiento. Para un sector de la doctrina, el perjuicio para el patrimonio del deudor queda acreditado cuando la administración concursal prueba que la masa activa hubiera tenido mayor valor si no se hubiera producido el acto que se pretende impugnar⁶⁹. Se trata, por tanto, de un perjuicio concreto a la masa activa, no de un perjuicio difuso, de un agravio jurídico económico⁷⁰. Sin embargo, la posibilidad y viabilidad del ejercicio de una acción rescisoria exige en todo caso un análisis del por qué de los problemas de solvencia. Es decir, aún cuando entienda⁷¹ que no es necesaria la existencia de un nexo causal entre el acto del deudor y la situación de insolvencia, sino que basta con que la operación haya dado lugar a una reducción del patrimonio o haya impedido su incremento, parece que, dada la complejidad de la operación, sería conveniente analizar las circunstancias concretas que concurren⁷² en cada caso particular. No es lo mismo que la adquisición apalancada y posterior fusión fueran las únicas alternativas posibles para la viabilidad de la empresa (finalmente fracasadas), que el sobreendeudamiento excesivo causante claro de la insolvencia. Este análisis serviría también para dilucidar la eventual responsabilidad concursal de los administradores⁷³.

Por otra parte, y como quiera que esta operación consiste en la fusión de sociedades participadas, ésta sería subsumible en la *presunción iuris tantum*

⁶⁹ VARGAS BENJUMEA (2008), *La acción de reintegración concursal*, y ESCRIBANO (2007).

⁷⁰ SANCHO GARGALLO (1997), *La retroacción de la quiebra*, Pamplona, pág. 238.

⁷¹ LEÓN (2004), pág. 1307 y sigs.

⁷² GULLÓN (2005), “La acción rescisoria concursal”, en *Estudios sobre La Ley Concursal. Libro Homenaje a Manuel Olivencia*, pág. 4127,

⁷³ Debe tenerse en cuenta además, que la eventual formación de la sección de calificación podrá llevar a la calificación del concurso como culpable. En el caso de las operaciones de LBO, entendemos que por sus propias características o peculiaridades, pueden resultar más sensibles o susceptibles que se califique como culpable. Así, la dificultad de registro contable de estas operaciones con la necesaria valoración de partidas tales como el fondo de comercio de adquisición o la distribución de dividendos extraordinarios en cuantía superior a la habitual pueden ser difíciles de valorar por el Juez encargado de la declaración del concurso.

del art. 71.2.1º LC, al considerar el art. 93 LC persona especialmente relacionada a quienes sean titulares, al menos, del 10% del capital social de la concursada si ésta no tiene valores admitidos a negociación en mercado secundario oficial. El carácter *iuris tantum* de esta presunción permite que el concursado o la persona especialmente relacionada con él justifiquen que el acto o negocio realizado no resultó perjudicial para la masa activa.

Ahora bien, aún siendo este razonamiento jurídico defendible lo cierto es que algunos preceptos de la LME nos hacen poner en tela de juicio la posibilidad de impugnar una fusión tras su inscripción. Por otra parte, el resultado a que llevaría la aplicación del art. 71 LC parece, cuando menos, desafortunado, no sólo por lo difícil que puede resultar su materialización sino por la inseguridad jurídica que puede generar. Las consecuencias que derivarían del éxito de una eventual impugnación de la fusión apalancada resultarían graves. En efecto, del análisis del art. 73 LC se deduce que podrían declararse ineficaces alguno o varios de los pagos recibidos en concepto de precio, que deberían ser reintegrados por los vendedores a la masa activa (con sus frutos e intereses). Especialmente complejas resultarían las consecuencias de una declaración de nulidad de toda la operación de LBO: por un lado, los vendedores, recuperarían la titularidad de la *target*; por otro, la fusión de ésta con la sociedad “vehículo” (*newco*) habría de deshacerse por formar parte de una operación ilegal y nula lo que supondría la reactivación o reaparición en el tráfico jurídico de una sociedad extinguida⁷⁴, además de tener que proceder a la reintegración o reasignación del patrimonio transmitido por la extinta a la sociedad absorbente⁷⁵. Es más, los vendedores como socios de la sociedad *target*, además de restituir el precio percibido con base sobre la LBO, pasarían a ser acreedores subordinados de la *target* concursada, de concurrir en ellos las circunstancias legalmente establecidas *ex art. 73 LC*⁷⁶.

⁷⁴ ANDREU MARTI (2002), *La nulidad de la fusión de sociedades*, Pamplona, pág. 129.

⁷⁵ ESTEBAN RAMOS (2008), *Los acreedores sociales en la amortización de acciones rescatables*, RDBB núm. 109, págs. 221-251.

⁷⁶ ESCRIBANO (2005), “La reintegración de la masa activa del concurso”, en *Estudios sobre la Ley Concursal. Libro Homenaje a Manuel Olivencia*, T. IV, Madrid, págs. 4042-4043 y GULLÓN (2005), págs. 4132-4133.

Lo expuesto permite reclamar soluciones legales a los problemas que pueden plantear los LBO. Aún cuando la literalidad del art. 71 LC permite la rescisión de las fusiones apalancadas en tanto fueran perjudiciales para la masa, lo cierto es que las consecuencias que podrían derivar de una impugnación exitosa (y la imposibilidad del restablecimiento del *status quo* anterior), así como las garantías con que previamente se ha desarrollado un proceso de fusión (en cuanto a información y posibilidad de oponerse los propios acreedores a la operación) hacen difícil, si no imposible, que pueda ejercitarse una acción de rescisión sobre la base de un perjuicio que inicialmente no se aprecia (al no mediar oposición)⁷⁷. La viabilidad de esta acción se compadece mal con lo dispuesto en algún apartado del art. 47 LME, en relación con la impugnación de la fusión.

El segundo problema importante detectado en relación con las implicaciones de la Ley Concursal y los LBOs se refiere a los efectos sobre los derechos y obligaciones de las partes intervinientes en la operación. La realización de estas operaciones implica la existencia previa de una pluralidad de relaciones contractuales que incluyen previsiones que diseñan las preferencias pactadas de unos financiadores sobre otros en función, generalmente, de las mayores o menores rentabilidades fijadas. En definitiva, en los contratos han de buscarse fórmulas que concilien los efectos previstos en la LC con la jerarquía existente entre los financiadores y que, en consecuencia, el acreedor *senior* (generalmente entidades financieras) va a poder recuperar las cantidades con preferencia al resto de los financiadores. Para ello habrá que intentar que el orden previsto en los contratos sea consistente con el orden imperativo de pago que resulte de lo dispuesto en la Ley.

El art. 91.6 LC considera como crédito privilegiado el del acreedor que solicita la declaración de concurso, en una cuarta parte del importe total del crédito. Si solicita el concurso un acreedor *mezzanine* o *junior*, se convertirán en privilegiados y adquirirán un rango superior al que les atribuían los contratos de financiación. Los contratos contemplan la solicitud de concurso, facultando en último término al *senior* para que sea él quien la presente.

⁷⁷ ESCRIBANO (2009), "Derecho de oposición de los acreedores sociales s/el derecho de oposición", en *Modificaciones estructurales de las Sociedades Mercantiles*, vol. I, págs. 589-644.

Se plantea algún problema con los créditos subordinados considerando como tales los de los acreedores especialmente relacionados con el deudor (v. art. 92.5º LC), que afectará en los supuestos de LBO. Será por tanto necesario que en los acuerdos de financiación se incluyan las previsiones necesarias para evitar por esta vía convertirse en acreedor subordinado⁷⁸. Alguna alteración adicional podría venir de la mano del régimen previsto en relación con los créditos frente a la masa, susceptibles de ser considerados los créditos de los escalones inferiores como tales.

2) El Derecho francés como referencia posible.

2.1) *El nuevo procedimiento de salvaguarda: ¿un traje a medida para los LBO?*

La crisis económica actual afecta sobremanera a las operaciones de LBO. No sólo se realizan muchas menos operaciones de LBO sino que las empresas compradas en el momento álgido de mercado, sobrevaloradas, se venden con mayor dificultad en el contexto actual. Ello complica la devolución del préstamo, situando a las entidades financieras afectadas en una posición cuando menos delicada. Las estadísticas son reveladoras: el volumen de las transacciones ha caído más de un 70% en el mundo en 2008 (tanto por las dificultades para encontrar la financiación adecuada como por las incertidumbres que plantea la viabilidad de las empresas que realizan este tipo de operaciones). En 2009, se señalaba que en un tercio de estas operaciones se había producido un incumplimiento de los *covenants* y que en 2008 en el 30 ó 35% de estas financiaciones se había producido un incumplimiento⁷⁹.

⁷⁸ La LC considera especialmente relacionados con el deudor a quien tiene una participación de un 10% de la concursada o un 5% si es cotizada; asimismo, la LC considera especialmente relacionadas con el deudor a las sociedades del Grupo de la deudora y a sus socios. Así los contratos de LBO deberán prever estas circunstancias y descartar el riesgo de convertirse en acreedor subordinado.

⁷⁹ Vid. TROCHU (2010), *Les LBO face á la crise*, RDAI/IBLJ nº 4, pág. 331 y sigs. y DEREN (2009), *LBO : gestion des risques et flexibilité des structurations juridiques*, en La semaine juridique Entreprise et Affaires, nº 23, 4 junio.

El Derecho francés concursal, “*droit des procédures collectives*”, ha intentado en los últimos tiempos ofrecer herramientas que fueran, por un lado, capaces de encontrar un equilibrio adecuado de los intereses implicados y, por otro, soluciones rápidas y, en la medida de lo posible, confidenciales⁸⁰. En este afán por adaptarse a las circunstancias y ofrecer soluciones a los operadores económicos, el legislador francés acaba de promulgar una Ley nº 2010-1249 de 22 de octubre 2010 de regulación bancaria y financiera⁸¹ que incorpora un nuevo procedimiento de salvaguarda y que bautiza como “*Sauvegarde financière accélérée*” -Salvaguarda financiera exprés⁸². Esta Ley bancaria y financiera recoge en su art. 57 competa el Título II del Libro VI del Código de Comercio francés introduciendo un nuevo Capítulo VIII titulado “*Sauvegarde financière accélérée*”, arts. L-628-1 a L-628-7 Ccom. Este procedimiento (que en adelante denominaremos SFA) no pretende sustituir al procedimiento de salvaguarda ya existente sino que contempla una variante que comporta dos características esenciales: limitación del ámbito de aplicación y duración⁸³.

Con respecto al primero de los dos elementos señalados, el carácter financiero, constituye sin lugar a dudas uno de los aspectos más originales del procedimiento: sólo se aplica a los establecimientos de crédito y similares así como a los obligacionistas. Ello supone o implica que para que pueda aplicarse, el pasivo de la empresa deberá estar total o mayoritariamente compuesto por préstamos y no de deudas sociales, con proveedores, fiscales, etc. La doctrina no ha dudado en señalar quiénes van a ser los beneficiarios de la operación: las

⁸⁰ Al respecto, vid. HENROT (2008), *Financement LBO et entreprises en difficulté*, Revue de Droit Bancaire et financier, nº 3, mai, dosigs.ier 20; MONSERIE BON (2010), *Restructuration des dettes -LBO- Rachat-Conversion en capital*, 5^{eme} Entretiens de la sauvegarde, 25 enero, págs. 28-30.

⁸¹ Boletín Oficial nº 247 de 23 de octubre 2010, pág. 18984. El procedimiento se aplicará a las conciliaciones que se declaren a partir del 1 de marzo de 2011.

⁸² Hemos traducido el término *accélérée* por exprés por dos motivos: en primer lugar, consideramos que es el que mayor refleja el sentido de la expresión financiera y, en segundo lugar, porque el término “*exprés*” era el que se dio originariamente a este procedimiento hasta su modificación por el Senado francés el pasado 1 de octubre.

⁸³ Al respecto, vid. BERTHELOT (2010), *Le droit des procédures collectives á nouveau réformé: « de la sauvegarde financière accélérée »*, Lettre d'actualité des Procédures collectives civiles et commerciales nº 17, octubre, ref. 238 y ROUSIGS.EL GALLE (2010), *Une nouvelle « réforme » du droit des entreprises en difficulté et une procédure de plus !*, La semaine juridique, Ed. Générale, nº 44, 1^{er}. Nov. pág. 1072 ; y en, *Premières vues sur la sauvegarde financière Accélérée et sur les modifications apportées au droit des entreprises en difficulté par la Loi du 22 octobre 2010*, La semaine juridique Entreprise et Affairer, nº 44, 4 nov 2010, act. 591.

sociedades embarcadas en operaciones de LBO. Se trata, por tanto, de un texto que responde a las necesidades y problemas que plantean los LBOs realizados en los años de bonanza económica en condiciones poco razonables, con un ratio de 80% de endeudamiento frente a un 20% de fondos propios.

La segunda características de este procedimiento es la celeridad o rapidez con que se pretende realizar. Se asemeja de alguna manera a la técnica norteamericana de *prepack plan*: elaboración de un plan de pago para pasar con urgencia a la salvaguarda, obligando a los acreedores recalcitrantes a asumir el proyecto. En efecto, para poder beneficiarse del procedimiento SFA, el deudor deberá haber iniciado un procedimiento de conciliación y justificar la elaboración de un plan que cuente con la adhesión de la mayoría de los acreedores para, en el plazo de un mes a contar desde la apertura del procedimiento de salvaguarda, poder aprobar el plan. Este plazo de un mes, prorrogable por un mes más, pretende evitar los efectos negativos que tendría en el mercado la publicidad que la apertura del procedimiento supone. Con tan breve plazo, no hay casi tiempo para que la información se propague y perturbe el funcionamiento de la empresa. Al contrario, se lanza una señal muy positiva al mercado: la empresa ha dejado atrás sus dificultades, los establecimientos financieros se han dado su confianza al haber participado en el plan.

2.2) *Los LBOs y la responsabilidad de las entidades de crédito por "soutien abusif".*

En el actual contexto de crisis financiera, las sociedades que se encuentren en crisis o que atraviesen dificultades tras haber realizado una operación de LBO, se plantean si a la luz del art. L-650-1 del Código de comercio francés (en la redacción dada por la Ley de Salvaguarda de 2005)⁸⁴ pueden ejercitar contra las

⁸⁴ La responsabilidad por concesión abusiva de crédito antes de la reforma suscitaba no pocas inquietudes en los proveedores de crédito lo que hacía que éstos se comportaran con excesiva prudencia. La construcción del concepto de concesión abusiva responde, básicamente, a la jurisprudencia de la *Cour de Cassation* que estableció la responsabilidad de la entidad financiera en dos tipos de supuestos: por un lado, en caso de concesión de créditos ruinosos para la empresa que llevaran a ésta a incrementar de manera continua e insalvable sus cargas financieras haciendo inevitable su hundimiento e imposibilitando su reorganización; y, por otro, en el supuesto de que la entidad sostuviera o mantuviera de manera ficticia una empresa respecto de la que sabía o debería, al menos, haber sabido que se encontraba en una situación irremediamente comprometida (el supuesto planteaba, como bien nos podemos imaginar, no pocos problemas en cuanto a la prueba del

entidades financieras una acción por “*soutien abusif*”. Así, el art. L-650-1 Ccom., establece que: “*Los acreedores no responderán de los perjuicios generados a consecuencia de las ayudas prestadas, salvo en los casos de fraude, de injerencia evidente (caractérisée) en la gestión del deudor o de obtención de garantías desproporcionadas como contrapartida de dichas ayudas. Cuando se establezca la responsabilidad de un acreedor, las garantías recibidas como contrapartida de la ayuda serán nulas*”.

Este precepto aún cuando de su redacción pudiera deducirse que consagra el principio de no responsabilidad⁸⁵ de las entidades financieras⁸⁶, ha querido poner fin a una jurisprudencia constante en virtud de la cual podía exigirse la responsabilidad a las entidades financieras que hubieran contribuido a prolongar artificialmente la vida de una sociedad irremediamente comprometida, incrementando su pasivo e induciendo a creer a los terceros en la aparente solvencia del deudor. Ahora bien, la reforma de 2005, lejos de anular el régimen de responsabilidad, establece que ésta sólo pueda exigirse en caso de fraude, de urgencia en la gestión y cuando las entidades hubieran exigido unas garantías desproporcionadas (es decir, sólo se exigirá en supuestos excepcionales). Los términos imprecisos con que se ha redactado el precepto cuestionan la posibilidad de anular las garantías formalizadas a favor de las entidades, lo que supondría, en caso de liquidación, la pérdida del

conocimiento de la situación de la empresa por parte de la entidad financiera). La *Cour de Cassation* limitó la obligación de reparación del acreedor culpable a la medida en que éste hubiera agravado con su crédito la insuficiencia de activo del deudor (sobre esta materia con amplias referencias jurisprudenciales, vid. LE CORRE (2008/2009).

No obstante, debe advertirse que en la práctica un gran número de contenciosos fueron resueltos por medio de transacciones. De hecho, los Tribunales condenaban raramente a las entidades y cuando lo hacían, los importes no eran excesivamente elevados (los debates de la Asamblea Nacional sobre el Proyecto de Ley de salvaguarda indican que el importe de las condenas por concesión abusiva al amparo del art. 1382 del Código civil francés, no superaban los 15 millones de euros). Sin embargo, no podía negarse el carácter disuasorio que la jurisprudencia sobre la concesión abusiva de crédito tenía sobre los proveedores de crédito [VAUVILLE (2006), *Le nouveau titre V des responsabilités et des sanctions*, Rev. Proc. Coll., núm. 4, pág. 346 y STOUFFLET/MATHEY afirman que el impacto de la responsabilidad por concesión abusiva sobre la distribución del crédito no fue suficientemente valorada, *La loi de sauvegarde des entreprises*, núm. 30].

⁸⁵ Algunos autores hablan de “*cuasi exoneración*” (BONHOMME, RCP 5/2006, pág. 351); otros autores estiman que se trata de una vuelta a la responsabilidad civil (MOURY, *La responsabilité du fournisseur de « concours » dans le marc de l'article L. 650-1 du code de comerce*, Recueil Dalloz 2006, pág. 1744 núm. 4) y otros, de irresponsabilidad (LE CORRE, núm. 434.42).

⁸⁶ CARA MALI, *Les apparences trompeuses du soutien abusif*, supplément Les Echos, Avis d'expert n° 31, 2005, pág. 3.

carácter privilegiado. Las sanciones previstas por el legislador en caso de *soutien abusif* acarrear, por lo tanto, graves consecuencias para las entidades financieras. En cualquier caso, esta regulación busca favorecer la financiación de las empresas, estableciendo mecanismos que protejan a las entidades financieras frente a eventuales responsabilidades exigibles solo en caso de falta grave.

Conviene, pues, hacer alguna referencia a los tres supuestos previstos en el art. L-650-1 Ccom generadores de responsabilidad y su relación con las LBO.

En relación con el fraude, se entiende que la entidad de crédito comete una falta cuando ésta persiste en mantener -renovando o aumentando las ayudas- la actividad de las empresas que presenten signos evidentes e irreversibles de su declive. Es decir, se trataría de aquél supuesto en el que se estaría concediendo créditos a una empresa avocada a la liquidación. En este caso, parece poco probable que prospere una acción por "*soutien abusif*" contra los bancos en base a un fraude eventual. En efecto, toda la filosofía y la estructura de un LBO, reside en la buena salud financiera y operativa de la sociedad en el momento en que suscribe su deuda. Los LBO se estructuran alrededor de una deuda importante contraída a nivel de la sociedad holding para adquirir la filial, de tal manera que el reembolso se hace por la holding, vía recuperación por dividendos de la filial operativa. En ningún caso parece que pueda pensarse que la salvación de la sociedad estuviera inmediatamente comprometida en la fecha de la concesión del crédito. Más bien al contrario, la concesión del crédito habrá sido analizada sobre la base de estados financieros sólidos.

Por lo que se refiere a la toma de garantías desproporcionadas, el art. L650.1 Ccom no establece ninguna indicación sobre lo que debe considerarse como "*garantías desproporcionadas*"⁸⁷. Parece que habría un cierto consenso a la hora de considerar como desproporcionadas aquellas garantías que no fueran las

⁸⁷ En el régimen de responsabilidad civil cabe la condena por concesión abusiva de crédito cuando éste sea desproporcionado en relación con la rentabilidad esperada de la operación. En el supuesto recogido por el legislador en el art. L. 650-1 C.com., no cabe o no se recoge en modo alguno la figura del "*crédito*" desproporcionado sino una desproporción en las garantías. Desde esta perspectiva, una simple desproporción es suficiente para que pueda invocarse esta excepción: LEGEAIS, *Le principe de proportionnalité en droit des sûretés*, LPA 30 septiembre 1998, pág. 38; LEGUEVACQUES, *Responsabilité du banquier, règles de fond, principe de proportionnalité, réquiem for a dream*, RPC 2003, pág. 328.

habituales en la práctica bancaria de cada contrato considerado particularmente⁸⁸. En un LBO los mecanismos de garantía suelen ser especialmente importantes, dados los riesgos que las entidades asumen. En cualquier caso, la cuestión está abierta y ni la doctrina ni la jurisprudencia han aclarado dichos conceptos. La medida de la desproporción queda a la libre apreciación por parte de los Tribunales. El supuesto analizado requiere alguna precisión ulterior en el sentido de que para que estemos ante esta hipótesis, la sola desproporción no es suficiente. Habrá de acreditarse el perjuicio causado y la relación de causalidad entre la desproporción y el perjuicio sufrido por los acreedores en conjunto.

Finalmente, y en cuanto a la ingerencia en la gestión como causa generadora de la responsabilidad de la entidad de crédito, parece que la expresión “*inmixtion caractérisée*” debe entenderse o asimilarse a la noción de administrador de hecho⁸⁹. El problema radica en que los contratos de financiación suelen recoger e imponer importantes obligaciones para el acreedor (cauciones, garantías, compromisos de hacer o no hacer, etc.) que se aplican en tanto no se hubiera procedido a la devolución del préstamo en su integridad. Puede entonces considerarse que esas cláusulas, redactadas en el mayor interés de la entidad financiera constituyen una ingerencia en la gestión? ⁹⁰. ¿Qué sucede si el contrato de financiación prevé que el incumplimiento de algunos deberes puede llevar aparejada la devolución anticipada de la deuda? Los contratos de financiación o LBO recogen una pluralidad de cláusulas contrarias al propio sistema concursal si es que llega a solicitarse la declaración de concurso.

⁸⁸ DAMMANN, pág. 16; MOURY, *La responsabilité du fournisseur de « concours » dans le marc de l'article L. 650-1 du code de commerce*, Recueil Dalloz 2006, pág. 1743, núm. 22. y CARAMALLI, *Réforme du Soutien abusif de crédit: le point de vue du praticien*, LPA 18 abril 2005.

⁸⁹ La definición del “*administrador de hecho*” fue concretada por la jurisprudencia, por ejemplo, vid. Cass.com 9 de noviembre de 1993, *Bull. Civ. IV.*, núm. 390, JCP 1993, II, 22304; Cass. Com. 19 de diciembre de 1995, *Bull. Civ. IV.*, núm. 307, *D. Affaires*, 1996, 153, *RTDCom.*, 1996, 537; Cass. Com. 12 de julio de 2005, *Bull. Civ. IV.*, núm. 174 y acerca de la ausencia de gestión, Cass. Com. 7 de junio de 2005, JCP E 2005, 2058.

⁹⁰ La jurisprudencia del Tribunal de Casación (Cass. Com, 12 julio 2005, nº 02-19.860, nº 03-14-045, nº 03-15-855: JURISDATA nº 2005-029487; JURISDATA nº 2005 – 029479) señala que la gestión de hecho requiere acciones positivas de dirección o gestión en la compañía deudora; en otras palabras, la responsabilidad se genera cuando la entidad financiera hubiera venido a sustituir en la dirección o gestión al administrador de derecho siendo aquél quien adopte las decisiones más importantes.

La salvación de las entidades financieras resulta bastante compleja como consecuencia de las imprecisiones que ni la Ordenanza de 2008, ni el Decreto de 2009 han aclarado.

2.3) La responsabilidad de las entidades financieras en el agravamiento de la crisis de sus prestatarios.

En Derecho español se trata de un tema que presenta perfiles propios ya que, ni la LC 2003, ni la reforma operada por el RD 3/2009 al ocuparse de los acuerdos preconcursales de refinanciación precisa si en esos casos está o no excluida una eventual responsabilidad de la banca en el agravamiento de la crisis. No se han determinado las condiciones en que, eventualmente, contraería responsabilidad la banca por la concesión de crédito abusiva⁹¹.

La ausencia de regulación normativa expresa, limita la posibilidad de que pueda exigir responsabilidad al amparo del régimen general de responsabilidad por daño contractual (art. 1911 Cci) o extracontractual (art. 1902 Cci). En el marco del Derecho concursal podría plantearse la responsabilidad de las entidades financieras en el agravamiento de la crisis sobre la base de considerar, a dichas entidades como administradoras de hecho⁹², o como cómplices en el agravamiento de la insolvencia en caso de concurso culpable (art. 166 LC), pudiendo resultar obligadas a satisfacer a los acreedores en la parte que no perciban en la liquidación (art. 172.3 LC).

La aplicación de un régimen de responsabilidad a las entidades financieras en conexión con los LBOs y los procesos de refinanciación de deuda que suelen preceder a la declaración del concurso adquiriría una nueva dimensión. La experiencia francesa enseña que la etapa de bonanza económica llevó a las entidades a financiar y refinanciar operaciones de adquisición de empresas en

⁹¹ Las únicas aproximaciones que sobre esta materia existen en Derecho español es la de la Prof. PULGAR, J., (2010), "*La responsabilidad de las entidades financieras por concesión abusiva de crédito en derecho español*", pág. 111 y sigs., en especial, pág. 125 y sigs., en AAVV, *Tendencias actuales en torno al mercado del crédito*, dirs. Pulgar/Vargas, Madrid; SANCHEZ CALERO (2010), *Refinanciaciones de deuda y responsabilidad de la Banca*, Intervención en la Mesa Redonda celebrada el 20 de mayo 2010 dentro de la Jornada Refinanciaciones de deuda y Concurso de Acreedores: Balance y Perspectivas de regulación y RUBIO VICENTE (2008), *Concesión abusiva de crédito y concurso*, RCP 8, pág. 247 y sigs.

⁹² FERRAN, E. (2008), *Principles of Corporate Finance Law*, Oxford, pág. 341 y sigs.

condiciones poco razonables. Las entidades financieras están obligadas a actuar prudentemente y financiar o refinanciar operaciones viables que no crean una apariencia de solvencia, incrementando desproporcionadamente el pasivo y exigiendo a cambio unas garantías excesivas que, llegado el concurso, podrían disminuir las expectativas de cobro del resto de los acreedores. A falta de una recuperación que permita superar las dificultades actuales, es previsible que se exploren las vías apuntadas para determinar la responsabilidad de esas entidades, como forma de tutela hacia los intereses perjudicados por el concurso.