



Asistencia financiera a terceros y autocartera (y II)

JORGE MIRA VALLET

(IberForo-Barcelona)

1. VINCULACIÓN ENTRE EL NEGOCIO DE «ASISTENCIA FINANCIERA» Y EL DE «ADQUISICIÓN DE ACCIONES»

Tal como se señaló en el anterior trabajo, la prohibición de asistencia financiera de la Sociedad Anónima se preceptúa en el artículo 81 L.S.A., el cual establece que:

«La Sociedad no podrá anticipar fondos, conceder préstamos, prestar garantías ni facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición de sus acciones o de acciones de su sociedad dominante por un tercero».

Del mismo modo, quedó expuesto que la operación de asistencia financiera es una operación triangular, configurada normalmente por dos negocios jurídicos:

- De asistencia financiera (entre la Sociedad y el tercero asistido).
- De adquisición de acciones (entre el tercero asistido y uno o varios accionistas y/o la propia Sociedad).

Ante ello, cabe preguntarse: ¿Qué es necesario para que la celebración de estos dos negocios jurídicos implique incurrir en la prohibición legal de asistencia financiera? La doctrina considera que para que exista asistencia financiera prohibida en la realización de estas operaciones debe existir una intencionalidad de las partes puesto que el propio precepto citado se refiere a la asistencia financiera facilitada «para» la adquisición de acciones propias.

Sin embargo, frecuentemente se plantean supuestos en que la vinculación entre la asistencia financiera prestada y el negocio de adquisición

de acciones propias no está clara. La dificultad para descubrir la vinculación entre dichos negocios se agrava cuando la realización de éstos se distancian en el tiempo y, además, se presentan de forma separada y sin conexión aparente.

En tales casos, la vinculación vendría determinada por el hecho de que, finalmente, la adquisición de acciones se realice gracias a la asistencia financiera recibida de la Sociedad. Así, incluso en el caso de que la asistencia financiera se prestara con posterioridad a la adquisición de las acciones, podría apreciarse esta vinculación. Éste sería el caso del tercero que pide un crédito a un Banco para adquirir acciones de una Sociedad y, una vez adquiridas, esta Sociedad (de la que el tercero ya tiene el control) presta asistencia financiera al referido adquirente con el fin de que éste pueda satisfacer el crédito en su día concedido por el Banco.

Para la solución de estos casos en que la vinculación no resulte clara, habrá que estar a las reglas sobre interpretación de los contratos previstas en el Código Civil (art. 1282 y siguientes), de manera que la concreta voluntad de las partes vendrá determinada atendiendo a hechos concluyentes, posteriores, anteriores y concomitantes, tal como ha venido interpretando la doctrina de los autores.

2. LOS PROCEDIMIENTOS DE BUY-OUT (ADQUISICIÓN APALANCADA)

2.1. BUY-OUT Y PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA

El procedimiento conocido con el término inglés de *leveraged buy-out* (en adelante, L.B.O.), aunque con di-



versas variantes, consiste principalmente en la adquisición de acciones de una Sociedad por parte de inversores externos o internos, de modo que obtengan el control sobre ésta, financiándose dicha adquisición con préstamos obtenidos de un tercero (generalmente Bancos o *brokers*) que se garantizan con los activos de la Sociedad cuyas acciones se adquieren (*target company*) o se reembolsan con recursos patrimoniales de la misma.

De este modo, si atendemos al propósito del artículo 81 L.S.A., estaremos ante una asistencia financiera prohibida por el citado precepto toda vez que, de este modo, la Sociedad está financiando la adquisición de sus acciones con cargo a su patrimonio.

Por otra parte, cabe señalar que estas operaciones pueden generar desconfianza puesto que suponen un riesgo de lesión de los intereses de los socios minoritarios, un considerable endeudamiento de la sociedad y, si las cosas salen mal, la posterior liquidación de la empresa. Y ello es así porque el adquirente «asistido», una vez se ha hecho con el control de la Sociedad, podría servirse de prácticas abusivas para devolver con rapidez el préstamo recibido para la adquisición de las acciones, tales como la venta de activos o de ramas de actividad de la Sociedad a bajo precio.

Del mismo modo, también puede suceder que, dado que posee el control de la Junta, el accionista «asistido» propicie un reparto desproporcionado de las reservas constituidas por la Sociedad (disminuyendo el nivel de recursos propios hasta el punto de poner en peligro la viabilidad de la empresa).

El adquirente, en definitiva, valiéndose de su posición de control, podría llegar a adoptar decisiones poco acordes con los criterios de conveniencia empresarial, quedando perjudicados, en estos casos, los socios minoritarios y la propia Sociedad.

Para corregir estas prácticas abusivas, la Ley ofrece diversos mecanismos de protección, tales como:

- Impugnación de acuerdos contrarios al interés social (art. 115.1 L.S.A.) o de los actos del órgano de administración que sean nulos o anulables ex. art. 143.1 L.S.A.
- Acción de responsabilidad de los administradores del art. 133.1
- Restitución de dividendos indebidamente percibidos (art. 217 L.S.A.).

2.2. SUPUESTOS LÍCITOS DE BUY-OUT O ADQUISICIÓN APALANCADA

Sin perjuicio de lo expuesto, cabe destacar que no todas las operaciones de *leveraged buy-out* (L.B.O.) estarían prohibidas por el artículo 81 L.S.A., debiéndose determinar su licitud en cada caso concreto. Así lo entiende la doctrina:

«Los "leveraged buy out" —señala BAYONA GIMÉNEZ— no están prohibidos en nuestra legislación en sí mismos considerados, sino que suponen un resultado que de no provocarse por los cauces legalmente previstos y adoptando los requisitos y cautelas establecidos, se podrá entender asistencia financiera prohibida, si se reúnen todos los requisitos de esta operación y en especial el elemento intencional, característico de la prohibición tipificada en el artículo 81 L.S.A. Si por el contrario el resultado viene provocado por un negocio causal previsto en nuestra legislación y donde se garantice la protección de los intereses en juego, el negocio habrá de entenderse completamente válido y eficaz.» («La prohibición de Asistencia Financiera para la Adquisición de Acciones Propias», Ricardo BAYONA GIMÉNEZ, *RdS monografía*, núm. 19, pág. 294).

En consecuencia, la existencia de riesgos no impide seguir manteniendo la licitud, *a priori*, de la L.B.O. Así por ejemplo, no presentaría ningún problema la realización de una L.B.O. si la



devolución del préstamo se realiza con cargo a recursos libres mediante distribución de dividendos, ex art. 213 L.S.A., cumpliendo con las exigencias de este precepto:

«... una vez cubiertas las atenciones previstas por la Ley o los estatutos sólo podrán repartirse dividendos con cargo a beneficio del ejercicio, o a reservas de libre disposición, si el valor del patrimonio neto contable no es o, a consecuencia del reparto, no resulta ser inferior al capital social...».

En su caso, también habrá que estar a los requisitos del artículo 216 L.S.A. respecto al reparto de dividendos a cuenta.

Tampoco supondría ningún inconveniente si la operación se halla amparada por la **excepción prevista en el artículo 81.2**, en cuyo caso el beneficiario sería el **personal de la empresa**. Recordemos que este precepto permite la asistencia financiera prestada por la Sociedad para la adquisición de acciones propias en *«los negocios dirigidos a facilitar al personal de la empresa la adquisición de sus acciones o de acciones de una sociedad de su grupo»*.

3. LA PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA EN FUSIONES Y REESTRUCTURACIONES EMPRESARIALES

Hay dos procedimientos para llevar a cabo una *leveraged buy-out* (L.B.O.) mediante fusión de sociedades:

- A) El primero es el de **fusión invertida** o también denominado *reverse merger L.B.O.*, que consistiría en constituir una Sociedad nueva (*New Company*) que adquiriría de otra mercantil (Sociedad *target*) un número de acciones suficientes para obtener el control sobre esta última.

Estando todavía pendiente el pago del precio de las acciones adquiridas por la nueva Sociedad (*New Company*), esta última sería absorbida por la Sociedad *target*, la cual asumiría todos los derechos y obligaciones de la primera, entre los que se encuentra precisamente la obligación de reembolso del precio de adquisición de las acciones.

Ello constituye un claro supuesto de asistencia financiera y, por tanto, quedaría en principio dentro del ámbito de la prohibición prevista por el artículo 81 L.S.A., por cuanto que es la propia Sociedad *target* la que financia la adquisición de sus acciones.

- B) El segundo procedimiento es el denominado ***forward merger L.B.O.***, y la diferencia con la anterior modalidad estaría en que sería la *New Company* la que, una vez adquiridas las acciones de la Sociedad *target*, procedería a la absorción de esta última.

En este caso aparentemente no se produciría el supuesto de asistencia financiera que prohíbe el artículo 81 L.S.A., por cuanto la Sociedad que financia la operación es *la New Company*.

Sin embargo, la financiación se producirá gracias a la adquisición del patrimonio de la Sociedad *target*, que tras la absorción, quedará «confundido» con el de la absorbente (*New Company*), pasando a existir un solo patrimonio de una única sociedad.

Estamos pues, ante uno de los supuestos prohibidos por el artículo 81 L.S.A., puesto que los costes que supone la adquisición de acciones se acaban repercutiendo sobre el que era el patrimonio de la Sociedad *target*.

En este orden de cosas, cabe preguntarse si la asistencia financiera prohibida que hemos contemplado en



los dos mecanismos de L.B.O. referidos (*reverse merger L.B.O.* y *forward merger L.B.O.*), y que debe reputarse nula, provoca también la nulidad de los acuerdos de fusión adoptados.

A esta cuestión responde FERNÁNDEZ DEL POZO negativamente, considerando que no se puede evitar la aplicación preferente del régimen de la fusión que, con carácter específico, tutela suficientemente los intereses de socios y terceros. En este sentido se pronuncia el referido autor respecto al artículo 81 L.S.A.:

«Esa es mi opinión, congruente con el papel completivo de la prohibición (la prohibición no se despliega en aquellos supuestos en que existan mecanismos propios de garantía de terceros y socios). No son ajenas a esta opinión consideraciones de índole práctica: la necesidad de arbitrar mecanismos para que acuerdos ilícitos queden sanados

*en aras de la seguridad jurídica (cfr. art. 246 L.S.A.) en el marco de los arts. 115 y ss. LSA» («Revisión crítica de la prohibición de asistencia financiera», Luis FERNÁNDEZ DEL POZO, *RdS*, núm. 3, 1994, pág. 188).*

4. CONCLUSIÓN

En la realización de este tipo de operaciones de asistencia financiera habrá que estar al caso concreto, y especialmente a la intencionalidad de las partes en su realización, para determinar si se ha incurrido en la prohibición del artículo 81 L.S.A. o si, por el contrario, la asistencia financiera prestada puede considerarse lícita por haberse realizado por medio de alguno de los cauces legalmente previstos que garantiza el respeto de todos los intereses en juego, es decir, el de los acreedores, el de los socios minoritarios y el de la Sociedad cuyas acciones se adquieren. ■