

MIGUEL GIMENO RIBES

**ENDEUDAMIENTO
EMPRESARIAL Y FUSIÓN
DE SOCIEDADES**

**Contribución al estudio
de la fusión apalancada**

Prólogo de
José Miguel Embid Irujo

Marcial Pons

MADRID | BARCELONA | BUENOS AIRES | SÃO PAULO

2015

ÍNDICE

	Pág.
PRÓLOGO	11
ABREVIATURAS	17
NOTA PRELIMINAR	23

INTRODUCCIÓN

I. LA OPERACIÓN APALANCADA COMO OBJETO DE ESTUDIO	25
II. LA NECESARIA BÚSQUEDA DE VÍAS DE TUTELA	26
III. ESTRUCTURA DEL PRESENTE ESTUDIO	28

PARTE PRIMERA

LA FUSIÓN APALANCADA EN LA REALIDAD ECONÓMICA

CAPÍTULO I

LA FUSIÓN APALANCADA COMO OPERACIÓN ECONÓMICO-FINANCIERA

I. CUESTIONES INTRODUCTORIAS	35
II. CONCEPTO Y TIPOS DE <i>LEVERAGED BUY-OUT</i>	37
1. Concepto y características del <i>Leveraged Buy-Out</i>	38
1.1. Los sujetos	38
A) El comprador. Especial referencia a los fondos de capital-riesgo	39
B) La <i>target</i>	41
C) El ente financiador	43
1.2. El endeudamiento y el traslado del coste a la sociedad adquirida	45

	Pág.
2. Tipología	46
2.1. Como mera adquisición	47
2.2. Con fusión posterior: <i>Merger Leveraged Buy-Out</i>	47
2.3. Con los administradores como adquirentes: <i>Management Buy-Out, Management Buy-In</i> y <i>Buy-In Management Buy-Out</i>	49
2.4. Con los trabajadores como parte compradora: <i>Employee Buy-Out</i>	51
III. LA ESTRUCTURA FINANCIERA	52
1. El capital	53
2. La deuda garantizada o <i>senior debt</i>	54
3. La <i>junior debt</i> : deuda <i>mezzanine</i> y <i>junk bonds</i>	54
IV. LAS FUNCIONES DEL <i>LEVERAGED BUY-OUT</i>	56
1. La reorganización empresarial	56
2. La generación de sinergias	57
3. El control por los administradores: las operaciones <i>public to private</i>	58
V. LOS RIESGOS DE LAS OPERACIONES APALANCADAS	59
1. El <i>asset stripping</i>	59
2. La situación concursal	60
3. El abuso de los administradores	61

PARTE SEGUNDA

LA FUSIÓN APALANCADA ANTE LA EVOLUCIÓN JURÍDICA

CAPÍTULO II

LA PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA A TRAVÉS DE SU HISTORIA JURÍDICA

I. CONSIDERACIONES PRELIMINARES	65
II. ORIGEN: LA JURISPRUDENCIA SOBRE AUTOCARTERA EN EL DERECHO INGLÉS Y EL POSTERIOR DESARROLLO LEGAL	69
1. La doctrina <i>ultra vires</i> : el caso <i>Trevor v. Whitworth</i>	69
2. La evolución económica de la época de entreguerras en Gran Bretaña	70
3. El informe del <i>Greene Committee</i> y la <i>Companies Act de 1929</i>	71
III. LA EVOLUCIÓN POSTERIOR DEL DERECHO SOCIETARIO ANGLÓSAJÓN	73
1. El reforzamiento de la prohibición	73
1.1. El informe del <i>Cohen Committee</i>	74
1.2. La <i>section 54</i> de la <i>Companies Act</i> de 1948	75

	Pág.
A) Adquisición y suscripción	75
B) Aplicación en materia de grupos	76
2. La flexibilización de la prohibición	77
2.1. El informe del <i>Jenkins Committee</i>	77
2.2. Las <i>sections</i> 42-44 de la <i>Companies Act</i> de 1981 y las <i>sections</i> 151-158 de la <i>Companies Act</i> de 1985	80
A) Antecedentes	80
B) Las excepciones	81
IV. LA SEGUNDA DIRECTIVA DE SOCIEDADES (DIRECTIVA 77/91/CEE)	83
1. La regulación de la autocartera	83
2. La entrada del Reino Unido en la CEE y su intervención en la elaboración de la Directiva	84
3. El resultado final	86
V. LA JURISPRUDENCIA ITALIANA DE LA DÉCADA DE 1990	87
1. Antecedentes legislativos	88
2. Asuntos litigiosos	92
2.1. El caso <i>Farmitalia Carlo Erba</i>	92
2.2. El caso <i>Manifattura di Cuorgnè</i>	95
2.3. El caso <i>Trenno</i>	97
3. Implicaciones y significación jurídica	98
VI. LA REFORMA DE LA SEGUNDA DIRECTIVA DE SOCIEDADES	100
1. Las propuestas SLIM, el informe <i>Winter</i> y la reforma de la Directiva	101
2. Las Directivas 2006/68/UE y 2012/30/UE	105
2.1. Los administradores	106
A) El informe	106
B) La responsabilidad	109
2.2. Las condiciones de mercado: el principio <i>arm's length</i>	110
2.3. La adopción por la Junta General	112
2.4. El límite del activo neto y la dotación de una reserva	113
2.5. La aplicación a la adquisición de acciones propias y a los aumentos de capital	113

CAPÍTULO III

LA REGULACIÓN DE LAS OPERACIONES APALANCADAS EN EL PANORAMA COMPARADO

I. PRESENTACIÓN	115
II. EL CONTROL <i>EX ANTE</i> DE TIPO CASUÍSTICO: EL DERECHO ITALIANO	117

	Pág.
1. La regulación de la asistencia financiera	119
1.1. El negocio en fraude de ley	120
1.2. La reforma del art. 2.358 Cc	122
2. La fusión apalancada: el art. 2.501 bis Cc (remisión).....	123
III. EL CONTROL <i>EX ANTE</i> POR VÍA DE EXCEPCIONES: LA LEGIS- LACIÓN SOCIETARIA ANGLOSAJONA	124
1. El concepto de asistencia financiera	125
2. La distinta regulación de tipos sociales	126
3. Las excepciones	127
IV. EL CONTROL <i>EX ANTE</i> DE TIPO ABSOLUTO SUJETO AL ANÁ- LISIS EN SEDE DE MODIFICACIONES ESTRUCTURALES: LA CONFIGURACIÓN NORMATIVA EN ESPAÑA	128
1. La sociedad anónima: del art. 81 LSA al art. 150 TRLSC.....	130
1.1. La prohibición de asistencia financiera.....	130
1.2. Las excepciones	133
A) La adquisición por los propios trabajadores	133
B) Las operaciones habituales en la actividad bancaria.....	135
1.3. Analogía y Derecho transitorio	136
2. La sociedad de responsabilidad limitada: del art. 40.5 LSRL al art. 143.2 TRLSC	138
2.1. La norma comunitaria como Directiva de mínimos. El Dere- cho nacional	138
2.2. La ausencia de excepciones	140
A) La actividad de las entidades financieras: la tipología como elemento determinante	140
B) Los trabajadores: la posible justificación económica.....	140
3. La fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente: el art. 35 LME (remisión).....	141
V. EL CONTROL <i>EX POST</i> : EL ORDENAMIENTO ESTADOUNI- DENSE.....	142
1. Tests de solvencia.....	143
2. <i>Fraudulent transfers</i>	145
VI. LAS PARTICULARIDADES TIPOLOGICAS DEL CASO ALEMÁN	146
1. La <i>Aktiengesellschaft</i> (AG).....	147
1.1. La regulación del § 71a.1 AktG	148
A) La relevancia para los <i>leveraged buy-outs</i>	149
B) El teórico carácter superfluo de la prohibición de asis- tencia financiera	152
1.2. La diferenciación del § 57.1 AktG	154

	Pág.
A) La perspectiva de los bienes jurídicos tutelados.....	154
B) La reforma de MoMiG.....	155
2. La <i>Gesellschaft mit beschränkter Haftung</i> (GmbH).....	156
2.1. La protección del capital: los §§ 30 y 31 GmbHG.....	157
2.2. La tutela del patrimonio: el § 13.2 GmbHG y la aplicación de la jurisprudencia en materia de grupos de sociedades.....	157
A) El grupo fáctico cualificado: el caso <i>Autokran</i>	157
B) La responsabilidad de la dominante por levantamiento del velo corporativo: el caso <i>Bremer Vulkan</i>	159
C) La <i>Existenzvernichtungshaftung</i> como responsabilidad derivada del § 826 BGB: el caso <i>Trihotel</i>	160

PARTE TERCERA

LA FUSIÓN APALANCADA EN EL DERECHO ESPAÑOL CONTEMPORÁNEO

CAPÍTULO IV

EL SUPUESTO DE HECHO REGULADO DE LA FUSIÓN APALANCADA

I. PLANTEAMIENTO GENERAL.....	165
II. ADVERTENCIA METODOLÓGICA: EL ANÁLISIS COMPARADO CON EL ORDENAMIENTO ITALIANO.....	169
III. ELEMENTOS SUBJETIVOS.....	171
1. El criterio de la sociedad resultante.....	173
2. El punto de vista de las sociedades participantes: La Ley 1/2012... ..	179
2.1. La sociedad anónima y la sociedad comanditaria por acciones.....	179
2.2. La sociedad de responsabilidad limitada.....	184
2.3. La sociedad colectiva y la sociedad comanditaria simple.....	187
3. La adquirida como sociedad matriz de un grupo.....	189
IV. LA ADQUISICIÓN.....	192
1. Como <i>share deal</i>	193
1.1. El control.....	194
1.2. Interpretación según las mayorías societarias cualificadas.....	198
2. Como <i>asset deal</i>	199
2.1. La perspectiva cuantitativa.....	200
2.2. El punto de vista cualitativo.....	205
V. EL ENDEUDAMIENTO.....	205
1. El criterio finalista.....	208
2. Posibilidades fácticas.....	214

	Pág.
2.1. El préstamo bancario.....	215
2.2. La apertura de crédito	218
2.3. La emisión de obligaciones.....	220
2.4. El <i>leasing</i>	224
2.5. La compra de activos con precio aplazado	226
VI. EL PLAZO.....	227
1. Significación del espacio temporal trienal: análisis de su oportunidad económica	227
2. El <i>dies a quo</i> : El endeudamiento	229
3. El <i>dies ad quem</i>	231
3.1. El proyecto de fusión	232
3.2. El acuerdo de fusión y la inscripción en el Registro Mercantil	234
4. Implicaciones para los supuestos en los que el endeudamiento se contraiga antes del período de tres años	235
VII. LA FUSIÓN	236
1. Supuesto general	237
1.1. De dos sociedades	237
1.2. De más de dos sociedades	239
2. Supuestos simplificados, especiales y análogos.....	241
2.1. Acuerdo unánime de fusión: la literalidad del art. 35 LME... ..	242
2.2. El supuesto particular de absorción de una sociedad íntegramente participada	244
2.3. El caso en que la sociedad absorbente ostenta el 90 por 100 del capital social de la sociedad absorbida	246
2.4. ¿Aplicación de la regla a otras modificaciones estructurales?... ..	246

CAPÍTULO V

LAS OBLIGACIONES INFORMATIVAS DIMANANTES DEL RÉGIMEN LEGISLADO DE LA FUSIÓN APALANCADA

I. PREMISA	251
II. LA FUNCIÓN DE LA INFORMACIÓN EN LAS MODIFICACIONES ESTRUCTURALES Y EN LA FUSIÓN APALANCADA EN PARTICULAR	254
1. La autonomía de la voluntad de los socios	255
2. La tutela de acreedores y trabajadores	257
III. EL BALANCE: LA AUSENCIA DE ESPECIALIDADES EN DERECHO ESPAÑOL Y EL INFORME DE AUDITORÍA EN LA LEGISLACIÓN ITALIANA.....	259
IV. EL PROYECTO	266
1. Los recursos	267
2. Los plazos	272

	Pág.
V. EL INFORME DE LOS ADMINISTRADORES.....	280
1. Breve referencia al contenido general.....	281
1.1. El canje de valores y las dificultades de valoración.....	282
1.2. Las implicaciones para socios, acreedores y trabajadores	283
2. El plan económico y financiero.....	284
2.1. Los recursos	284
2.2. Los objetivos a conseguir.....	288
3. Las razones de la operación	290
3.1. La adquisición	291
3.2. La justificación de la fusión	293
VI. EL INFORME DE EXPERTOS INDEPENDIENTES.....	294
1. La designación del experto	297
2. El contenido del informe.....	300
2.1. Cuestiones comunes a las fusiones ordinarias	300
2.2. El juicio de razonabilidad	302
A) La viabilidad económica de la operación	303
B) La consideración no determinante de la <i>business purpose</i> ...	307
2.3. La determinación de la existencia de asistencia financiera....	308
A) La postura doctrinal de la incongruencia.....	310
B) La interpretación integradora de la Directiva 2006/68/ UE	311
C) La existencia de asistencia financiera en la operación de adquisición	312
D) El criterio de la <i>business purpose</i>	314
E) La perspectiva estrictamente económica.....	315
F) Propuesta de resolución de la antinomia	316
3. La responsabilidad del experto	316

CAPÍTULO VI

**LAS CONSECUENCIAS JURÍDICAS DERIVADAS
DE LOS SUPUESTOS FRAUDULENTOS
O ECONÓMICAMENTE INVIABLES**

I. CUESTIONES PREVIAS	319
II. ASPECTOS SOCIETARIOS Y CONTRACTUALES	321
1. Invalidez o ineficacia de determinados negocios.....	322
1.1. El negocio de financiación	323
1.2. La adquisición	326
1.3. La fusión como negocio de asistencia financiera en caso de informe desfavorable de los expertos independientes	327

	Pág.
A) El acuerdo de la Junta General	334
B) La escritura pública notarial.....	339
C) La inscripción en el Registro Mercantil.....	342
2. Responsabilidad de los administradores	346
2.1. La actuación	349
2.2. El daño	351
2.3. El nexo de causalidad.....	352
2.4. Contravención de precepto legal, actuación desleal y negligencia	356
A) El deber de diligencia del art. 225 TRLSC	358
B) El art. 35 LME como <i>solvency test</i>	360
III. ASPECTOS CONCURSALES	361
1. El concurso como situación	363
2. La acción rescisoria concursal	364
2.1. El <i>Merger Leveraged Buy-Out</i> como acto perjudicial para la masa activa del art. 71.3 LC.....	365
2.2. La <i>newco</i> como persona especialmente relacionada con la concursada.....	367
3. La responsabilidad concursal	369
IV. ASPECTOS TRIBUTARIOS	372
1. El régimen de fusiones del Impuesto sobre Sociedades	373
2. La excepción del régimen	374
2.1. El fraude o la evasión fiscal	374
2.2. Los motivos económicos válidos	375
CONCLUSIONES	
I. EN RELACIÓN CON LOS FUNDAMENTOS ECONÓMICOS DE LOS <i>LEVERAGED BUY-OUTS</i>	377
II. EN RELACIÓN CON LA EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA	378
III. EN RELACIÓN CON LA REGULACIÓN DE LOS <i>LEVERAGED BUY-OUTS</i> DESDE UNA PERSPECTIVA JURÍDICO-COMPARADA	380
IV. EN RELACIÓN CON EL SUPUESTO DE HECHO NORMATIVO DE LA REGULACIÓN DE LA FUSIÓN APALANCADA	382
V. EN RELACIÓN CON LAS OBLIGACIONES INFORMATIVAS DEL RÉGIMEN DE LA FUSIÓN APALANCADA	384
VI. EN RELACIÓN CON LAS CONSECUENCIAS JURÍDICAS DERIVADAS DEL INCUMPLIMIENTO DE LAS OBLIGACIONES INFORMATIVAS	385
BIBLIOGRAFÍA	389

JURISPRUDENCIA

I. TRIBUNALES ESPAÑOLES	419
II. TRIBUNALES INGLESES	419
III. TRIBUNALES ITALIANOS	419
IV. TRIBUNALES ALEMANES	419
V. TRIBUNALES ESTADOUNIDENSES	420
ÍNDICE DE MATERIAS	421

PRÓLOGO

1. *Hace ya tiempo que la perspectiva financiera ha adquirido un lugar relevante en el trabajo de los juristas. No se trata de destacar —resultaría obvio— que la acción cotidiana tanto de los empresarios como de las administraciones públicas, por limitarnos a dos de los más importantes demandantes de crédito, necesite tener asegurado un caudal suficiente de medios financieros, a fin de hacer posible el cumplimiento de sus concretos propósitos en un momento determinado; ni de llamar la atención, en igual forma, sobre la imperiosa necesidad de que ese flujo económico no se detenga, de modo que unos y otras puedan soslayar y superar las discontinuidades de la realidad sobre la que se proyecta su particular comportamiento sin que se perturbe de manera sustancial su organización ni, mucho menos, su existencia como entes jurídicos autónomos. Pero la obviedad de tales circunstancias, presupuestos auténticos de la actividad de empresarios y administraciones públicas, en nada se opondrá a su necesario tratamiento jurídico, tarea habitual e imprescindible para los juristas y, por supuesto, para el propio legislador. Ese tratamiento, consistente en predisponer esquemas viables para la seguridad y efectividad de los recursos requeridos, se ve sometido, como tantos otros fenómenos jurídicos, a los imperativos de cada momento. Y, precisamente en nuestro tiempo, por la importancia adquirida por la financiación en la actividad ordinaria de los mencionados sujetos, han surgido técnicas, figuras e instituciones originales o, cuando menos, no del todo coincidentes con los esquemas tradicionales, respecto de las cuales se hace preciso modular y adaptar su necesario tratamiento por el Derecho.*

No se trata sólo, por supuesto, del crecimiento verdaderamente formidable de la demanda de crédito, cuyos motivos no corresponde analizar en este momento. Al lado de esta relevante novedad cuantitativa, puede señalarse, del mismo modo, una novedad cualitativa, desde el momento en que la perspectiva financiera se introduce, cabría decir, en el análisis del

sujeto necesitado de crédito, hasta el punto de ser vista como un elemento integrante de su realidad constitutiva. Al margen de la posición singular de las administraciones públicas —a la que aquí no nos referiremos—, el empresario, desde el momento mismo de su nacimiento, resulta inseparable de ese modo de análisis, y el proceso fundacional que sirve de base al comienzo de su actividad puede ser entendido, por tanto, como una forma singular de financiación. Se diluyen, con ello, algunas viejas certezas del Derecho de sociedades, como la finalidad común del negocio constitutivo, y se relativizan, al mismo tiempo, nociones, como la del capital social, en las sociedades de esta naturaleza, cuyo puesto central en la legislación y, desde luego, en la doctrina, se ha visto desmentido con fuerza en los últimos años. Los socios, y no sólo en las sociedades cotizadas, parecen haber colocado sobre su posición jurídica la vestidura del inversor, de manera que el sentido institucional del fenómeno societario, más allá de las apariencias, parece haber mutado hacia la «red de contratos» teorizada desde el análisis económico del Derecho.

Sin entrar ahora en el análisis de tan graves cuestiones, desigualmente reflejadas en la legislación y doctrina contemporáneas, y sin pronunciarnos tampoco sobre las posibilidades de su inmediato futuro, conviene señalar que poner el acento en la financiación supone llamar la atención al mismo tiempo sobre su reverso, esto es, la situación de endeudamiento originada para el sujeto financiado como consecuencia de la facilidad económica recibida. Y la necesidad de conseguir un relativo equilibrio dentro de su posición económico-jurídica postularía, desde una visión de las cosas, si se quiere, estática o, quizá mejor, prudente, la necesidad de atemperar la demanda de financiación de modo que el endeudamiento no alcanzara niveles preocupantes para la existencia y estabilidad misma de quien se endeuda. Esta manera de contemplar el problema quedó anticuada en la época, no tan lejana, de florecimiento de las adquisiciones apalancadas de empresas, donde la pareja conceptual financiación/ endeudamiento se convirtió en algo más que un tópico, de cuyos evidentes excesos ha dado testimonio patente la todavía activa crisis económica. El hecho de que, con frecuencia, tales adquisiciones fueran seguidas de la fusión de las sociedades participantes en el negocio financiero intensificaba, si se quiere a posteriori, el relieve jurídico de toda la compleja operación.

2. Con esta presentación, esquemática y simplificadora de la peripección financiadora de nuestros días, hemos llegado al corazón del libro de Miguel GIMENO RIBES, que estas líneas, a modo de prólogo, aspiran a presentar. Se ocupa la obra, con carácter monográfico, de la llamada «fusión apalancada», último acto, como se acaba de señalar, de un dilatado proceso económico y jurídico, de considerable relieve en la realidad del mercado y al que los juristas, sobre todo los conocedores del Derecho de sociedades, han prestado atención en los últimos años. Bien es cierto que esta atención, cuidadosa en muchos casos y fundada, en otros, sobre la base más bien limitada que ciertos ordenamientos ofrecen, no ha conseguido siempre aunar el momento económico-financiero, decisivo, como se ha intentado exponer,

y el momento jurídico, dotado, tal vez, de un cierto carácter instrumental. Dicho de otra manera, el análisis (jurídico) de la figura que nos ocupa requiere, de manera quizá más intensa que en otros casos, un planteamiento intelectual amplio, no limitado al estudio detallado de las muchas minucias jurídicamente relevantes que en él cabe apreciar. Se trata, por ello, de que los árboles no impidan ver el bosque, para lo cual el conocimiento sustancial del fenómeno estudiado, siguiendo la vieja admonición de VIVANTE, se nos muestra como un requisito, una vez más, ineludible.

Si se mira bien, con lo que se acaba de decir se intenta poner de manifiesto que en el sintagma «fusión apalancada», sin desdeñar la importancia del sustantivo, adquiere un extraordinario relieve, como «centro organizador» de la operación y de su necesario tratamiento jurídico, el elemento acompañante, es decir, el calificativo, ciertamente poco eufónico en nuestra lengua, pero consagrado como el uso por su evidente capacidad de explicación del supuesto de hecho. Hasta el propio legislador español, el cual, como es sabido, ha dedicado a la figura, con carácter monográfico, el art. 35 de la Ley de modificaciones estructurales, parece haber sido consciente del matiz señalado, sin perjuicio de ubicar a la especial fusión allí regulada en el marco legislativo y sistemático que, por su propia naturaleza, le corresponde. A la, así llamada, «fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente», no se le considera, por tanto, una «fusión especial», de las que se ocupa la mencionada Ley en un apartado propio; su naturaleza de fusión, cabría decir, «ordinaria», no impide, sin embargo, que el legislador le aplique algunas reglas singulares, que complementan o matizan la vertiente informativa y preparatoria de dicha modificación estructural. Por otra parte, la ubicación sistemática de la fusión apalancada deja en el aire algunas cuestiones básicas a la hora de integrar su régimen jurídico, debido a las dudas suscitadas por la compleja conjunción de su naturaleza ordinaria, como se acaba de decir, con la singularidad del supuesto de hecho regulado.

El estudio de la fusión apalancada desde el Derecho ha de tomar, entonces, una serie de cautelas que van, por supuesto, desde el exacto conocimiento de la operación a la que dicha modificación estructural sirve de cierre —para lo que se requiere una buena formación en cuestiones económico-financieras— hasta los detalles más específicos de su encaje en el seno del Derecho de sociedades y, más ampliamente, del Derecho privado. No se trata, por tanto, de un tema fácil y algunos estudios a ella dedicados no son plenamente idóneos para el jurista que, desde la práctica, se vea obligado a resolver los cuantiosos problemas que plantea; tales inconvenientes suelen ser, por lo común, el resultado de una orientación metodológica impropia, por acentuar en exceso, bien la perspectiva financiera, con la habitual acumulación de tecnicismos económicos o, simplemente cuantitativos, bien la perspectiva jurídica, donde las minucias interpretativas no permiten comprender en su realidad sustantiva la operación analizada.

3. Cuando Miguel GIMENO RIBES me planteó su propósito de convertirse en profesor universitario, en trance de buscar un tema para su tesis

doctoral —punto de partida inexorable y decisivo para la conformación de un buen académico— la fusión apalancada se nos mostró enseguida como uno de los mejores. A su favor concurrían, desde luego, las circunstancias expuestas en líneas anteriores; pero al lado de estos elementos, cabría decir, objetivos, la propia disposición personal del doctorando y su sólida formación, tanto en Economía como en Derecho, permitieron eliminar las (escasas) dudas que el tema en cuanto tal podía suscitar. Las dificultades posteriores, no obstante, fueron considerables, pues asumido por GIMENO el compromiso de elaborar, en la medida de sus posibilidades, un riguroso trabajo científico, no bastaba con comprender correctamente la sustancia económica de la operación ni con recorrer de manera sumaria las principales estaciones normativas desde donde habría de construirse, en su caso, el régimen de la fusión apalancada. Por otra parte, y desde el prisma exclusivo del Derecho, la idea misma de tipificar una fusión posterior a la adquisición de una sociedad con endeudamiento de la adquirente era susceptible de incidir de manera negativa en la vigencia y efectividad de ciertos criterios, como la prohibición de la asistencia financiera, sólidamente establecidos en el Derecho europeo de sociedades.

Con paciencia y rigor, pero, a la vez, con una rapidez insólita y difícilmente comprensible desde el elevado repertorio de obligaciones y cargas que recaen en los últimos tiempos sobre nuestros doctorandos, cumplió Miguel GIMENO con el exigente programa investigador trazado de común acuerdo. En ese cumplimiento jugó un decisivo papel el precioso instrumento de la comparación jurídica, plenamente accesible al autor por las diversas estancias que fue realizando en prestigiosas universidades extranjeras y por su excelente conocimiento de otras lenguas. En este sentido, subyace a la obra que ahora se edita un estudio detenido y minucioso de la regulación, en su caso, existente en otros ordenamientos jurídicos respecto de la figura que nos ocupa, así como de la doctrina que, con diferencias significativas entre los distintos países analizados, ha contribuido a afianzar su relieve jurídico.

No corresponde a esta sede la exposición detallada ni tan siquiera general de las principales opiniones sostenidas por el autor en su obra. Además de cumplir, de este modo, con la acostumbrada preceptiva literaria en materia de prólogos, el guardar silencio sobre el contenido del libro del Dr. GIMENO permitirá al lector conocer de inmediato, sin enojosas interposiciones externas, lo que el autor piensa realmente del tema estudiado. Me permitiré, no obstante, destacar un rasgo que resulta, a mi juicio, esencial a la hora de enjuiciar y aquilatar el trabajo de investigación llevado a cabo; me refiero, en particular, a la estricta trabazón sistemática y de pensamiento que impregna, como fruto maduro, toda la obra. Sucede con frecuencia en las monografías jurídicas, y, quizá con mayor intensidad, en las tesis, que sus diversas partes no terminan de estar del todo ensambladas, de manera que, en demasiadas ocasiones, y a pesar de analizarse una cuestión concreta, no dispone el lector, propiamente, de un libro unitario, sino de una recopilación, más o menos apresurada, de trabajos parciales.

En el presente caso, el resultado es, por fortuna, otro; así, desde la precisa delimitación del supuesto de hecho, que supone contemplar la fusión apalancada en el marco de la realidad económica, hasta la construcción de su régimen jurídico en el Derecho español, pasando por el análisis de la prohibición de asistencia financiera y su relieve para el tema estudiado, así como por su tratamiento en el Derecho comparado, el lector no debe hacer esfuerzos particulares para mantener su atención sin «perder el hilo» en momento alguno. El autor conduce el tema —conviene reiterarlo, de difícil tratamiento— con seguridad y sin embarrancar en los numerosos obstáculos que circundan su navegación. Se consigue, de este modo, una auténtica aportación científica o, dicho de otra forma, se aumenta el radio de nuestros conocimientos, merced a una labor rigurosa y documentada, cuyas particulares conclusiones habrán de ser muy útiles para la recta comprensión en la práctica de los muchos problemas planteados por la fusión apalancada.

4. *Ya ha quedado dicho que el presente trabajo es el resultado de la tesis doctoral del autor, defendida el 17 de abril del presente año, con carácter internacional, en la Universidad de Valencia, ante un tribunal compuesto por los profesores Luis FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, de la Universidad Complutense de Madrid, que actuó como presidente, Gerald SPINDLER, de la Georg-August Universität Göttingen, y María de Lourdes FERRANDO VILLALBA, de la Universidad de Valencia. Tan autorizada comisión resolvió conceder a la tesis por unanimidad la calificación de sobresaliente cum laude, con viva exhortación para que dicho trabajo pudiera ver la luz en forma de libro sin especial tardanza. Siguiendo las recomendaciones que los miembros del tribunal formularon en el acto de defensa, publica ahora Miguel GIMENO una ceñida monografía que traerá la atención, a buen seguro, de los numerosos interesados en el tema.*

Una vez que la tesis, debidamente revisada, ha dejado el claustro recoleto del Alma Mater para salir al ancho mundo, me complace comprobar que no hubo precipitación ni error al elegir a la fusión apalancada como materia central de la investigación; y no pretendo con ello, parafraseando limitadamente a nuestro autor, formular valoraciones improvisadas sobre la pertinencia del control ex post sobre una decisión (conjunta, sí, pero arriesgada) que ha de tomarse en el vacío y en la incertidumbre que la ignorancia sobre su futuro inevitablemente acarrearán. Si la metodología entre nosotros establecida respecto de la elección de temas de doctorado es buena o no, o si, a la vez, debiera existir alguna garantía (bancaria o aseguradora, quién sabe) en punto a su posible frustración, son cuestiones que no me corresponde resolver. Sólo me queda señalar, eso sí, que el camino recorrido conjuntamente con motivo de la elaboración de la tesis ha sido, además de interesante, grato; que Miguel GIMENO ha mostrado serenidad y equilibrio a lo largo de sus diversas fases, en las que las dificultades de la vida académica se ha visto en ocasiones acompañadas de dificultades derivadas de la vida, sin más; y que, por último, la elaboración de la tesis no ha impedido, antes bien, ha estimulado el trabajo sobre cuestiones cercanas

o distintas, en el ámbito del Derecho mercantil, precisamente reflejado en un amplio elenco de publicaciones, ya bien conocidas por los lectores. Sólo queda esperar, por tanto, que junto al éxito de la monografía pueda Miguel GIMENO realizar plenamente su vocación universitaria, salvando los muchos inconvenientes que hoy la circundan. Estoy convencido de que así será, en beneficio del autor y, sobre todo, de la propia Universidad.

José Miguel EMBID IRUJO

NOTA PRELIMINAR

El volumen que el lector tiene entre sus manos constituye el resultado de la adaptación del texto del autor, que, bajo la rúbrica «La fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente (análisis del art. 35 LME)», fue presentado para la colación del grado de doctor. La tesis fue defendida el pasado día 17 de abril de 2015 en la Universidad de Valencia ante un tribunal presidido por el Prof. Luis FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA e integrado por los Profs. Gerald SPINDLER y María de LOURDES FERRANDO VILLALBA, quienes juzgaron oportuno otorgarle la máxima benevolencia académica. La sugerencia de publicación de la misma se ve ahora hecha realidad, siendo necesario agradecer a la Editorial Marcial Pons y al Prof. Santiago HIERRO ANIBARRO su aceptación a tal efecto.

El trabajo fue desarrollado en el marco de sendos proyectos de investigación concedidos, respectivamente, por el Ministerio de Ciencia e Innovación («Crisis económica y Derecho de Sociedades»; DER2010-18660) y por el Ministerio de Economía y Competitividad («La renovación tipológica en el Derecho de Sociedades contemporáneo»; DER2013-44438-P), de los cuales es o ha sido investigador principal el director de la tesis. El autor ha venido disfrutando de una Beca de Investigación FPI durante el período 2011-2015, que le ha permitido el desarrollo de la oportuna actividad académica en el seno de la Facultad de Derecho de la Universidad de Valencia. Ha sido concesionario, además, de la beca del *Deutscher Akademischer Austauschdienst* (DAAD), de las ayudas para estancias breves del Ministerio de Economía y Competitividad, así como, en dos ocasiones —con carácter pre- y postdoctoral—, de la beca del *Max-Planck Institut für ausländisches und internationales Privatrecht*. Todo ello ha permitido la realización de diversas estancias de investigación en las Universidades de Múnich, Oxford y Florencia, así como en el referido Instituto hamburgués, y ha posibilitado la participación en el *Graduate Program* de la *Harvard Law School* en calidad de *Visiting Researcher*.

En el curso de la realización de la tesis han tenido especial relevancia una serie de personas e instituciones que, de una u otra manera, han contribuido decididamente al desarrollo de la misma. Compete, consecuentemente, dar cuenta de ellas, agradeciendo, desde luego, la correspondiente aportación. A tal efecto, además de a los previamente mencionados organismos financiadores, conviene aludir, en primer término, a los compañeros del Departamento de Derecho Mercantil «Manuel Broseta Pont», representados en la figura de sus sucesivos directores, los Profs. BOQUERA MATARREDONA y OLAVARRÍA IGLESIA, por la calurosa acogida recibida, así como a los integrantes del grupo de investigación *Commenda*, por constituir siempre un referente de excelencia investigadora, y, de manera especial, a LUIS HERNANDO y a Paula DEL VAL, por el apoyo y la ayuda en todo momento dispensada.

En segundo lugar, a todos los que han supervisado las diferentes estancias de investigación referidas al inicio, por haber cuidado de que el tiempo transcurrido en los respectivos lugares haya sido de lo más provechoso. Queda traer a colación, en tal sentido, a los Profs. Mathias HABERSACK, Hannes RÖSLER, Niccolò ABRIANI, Reinier KRAAKMAN y Holger FLEISCHER, así como al Ass. Prof. Jeremias PRASSL, cuya amabilidad, comentarios y sugerencias han resultado realmente beneficiosos. No cabe dejar de aludir, por lo demás, al Prof. Andreas ENGERT, como tampoco al Dr. Christoph A. WEBER; las conversaciones mantenidas con ambos en torno a las operaciones apalancadas han resultado siempre enriquecedoras.

Desde luego que no puede dejar de ser reverenciada mi familia —padres y hermanos—, en el seno de la cual he contado siempre con el ambiente requerido para que el estudio haya podido tener lugar en las mejores condiciones y haya dado sus frutos, incluso, en los momentos de adversidad. Los valores inculcados se han visto, así, fehacientemente reflejados en el resultado. A mis abuelos, que nos dejaron cuando la elaboración de este trabajo tocaba a su fin, va dedicado el presente estudio.

Finalmente, ha de recibir mención especial quien hace tiempo que excedió la labor de director de la tesis que en su día generosamente aceptó, el Prof. EMBID IRUJO, el cual, consolidando su ya largamente alcanzada condición de maestro del Derecho mercantil, se ha convertido, a su vez, en el mío.

En Hamburgo, a 25 de julio de 2015.

INTRODUCCIÓN

I. LA OPERACIÓN APALANCADA COMO OBJETO DE ESTUDIO

1. A lo largo del último siglo, los *leveraged buy-outs* han constituido una práctica intermitente en la realidad económica con implicaciones de muy diversa índole que han dado lugar a modificaciones legislativas y vaivenes jurisprudenciales de calado. La transacción, que ha tenido momentos de relevancia económica y jurídica mayores, se ha encontrado inmersa con cierta asiduidad en el seno de discusiones normativas y doctrinales de importancia. Éstas no pueden ser entendidas sino desde un punto de vista de las consecuencias económicas que habitualmente se asocian a este tipo de operaciones. En ellas se enfrentan aspectos positivos y negativos, siendo manifestación de los primeros tanto la posibilidad de generar sinergias, como las economías de escala que se derivan. De los segundos, se plantean posibles riesgos de índole diversa, que van desde situaciones de despatrimonialización de sociedades hasta abusos de los administradores. La problemática requiere, así, un análisis conjunto de las cuestiones evidenciadas para poder determinar la fórmula más oportuna que permita otorgar un tratamiento jurídico adecuado. A lo largo del siglo xx han sido diversas las vías implementadas en los ordenamientos jurídicos para resolver la problemática. En este trabajo se pretende delimitar, por un lado, los caracteres de la transacción, sus riesgos y particularidades económicas, y observar el funcionamiento de las fórmulas utilizadas para garantizar la tutela de los diversos intereses; por otro, se lleva a cabo la exégesis de los preceptos reguladores específicamente configurados para casos particulares.

2. Como es sabido, las operaciones apalancadas son adquisiciones de sociedad para las que se utiliza un nivel muy elevado de endeudamiento cuyo coste acaba recayendo en el patrimonio de la compañía objeto de enajenación, lo que puede producirse de distinto modo. Paradigmáticamente,

las transacciones de esta índole concluyen con una fusión, de tal suerte que la integración de patrimonios de ambas sociedades intervinientes —adquiriente y adquirida— da lugar a la afectación de las obligaciones pecuniarias de la primera a la totalidad de la suma de los anteriores. Esta configuración ha sido una constante en la reciente historia económica, dando lugar a hitos notables que explican la atención a la materia en momentos concretos. En particular, la crisis económica acaecida en el Reino Unido con posterioridad a la 1.^a Guerra Mundial tuvo como consecuencia la decisión del legislador insular de prohibir los *leveraged buy-outs* a través de la regulación sobre asistencia financiera. Con posterioridad, la regla, prácticamente desconocida en el terreno europeo, fue introducida por vía de norma comunitaria, generando dudas sobre la validez de este tipo de transacciones. La renovada presencia de las operaciones apalancadas en las economías occidentales, unida a la exigencia de una adecuada hermenéutica de la disciplina del auxilio financiero, permite comprender la razón por la que su estudio se ve incrementado en el panorama doctrinal del continente en las décadas de los ochenta y noventa. La constatada necesidad de una mayor flexibilidad de las reglas ha dado lugar a la reciente reconsideración de la interdicción, así como al ensayo de fórmulas específicas en algunos sistemas legales. En los ordenamientos de España e Italia se ha introducido en los últimos tiempos un régimen propio para los *leveraged buy-outs* que culminan con fusión. Sus especialidades regulatorias, que tienen que ver con unas exigencias informativas añadidas que enervan la aludida prohibición, requieren de la oportuna interpretación, así como de una correcta incardinación en la categoría de las modificaciones estructurales.

II. LA NECESARIA BÚSQUEDA DE VÍAS DE TUTELA

3. La importancia tanto micro como macroeconómica que revisten las operaciones apalancadas, explica el interés de los diversos legisladores en alcanzar la configuración normativa que dé respuesta a la problemática económica subyacente. Para poder obtener una solución acorde con las necesidades propias y que se encuentre en concordancia con el sistema jurídico-societario, resulta necesario prestar atención a los elementos de corte económico y financiero que delimitan las características de la transacción. Las ventajas o efectos estratégicos o empresariales se contraponen, en este sentido, a los riesgos inherentes o propios de la misma, que se manifiestan, en su caso, en perjuicios para determinados sujetos económicos relacionados con la sociedad adquirida. En particular, las compraventas apalancadas y, en su caso, aquéllas que culminan con una fusión, tienen esencialmente dos objetivos. El primero consiste en el aprovechamiento de economías de escala que se produce como consecuencia de la concentración económica, que permite la reducción de los costes fijos. El segundo tiene que ver con las sinergias que pueden lograrse por medio de la reorganización, bien del grupo que se crea, bien de la sociedad resultante en caso de modificación estructural. La racionalización y mejor asignación de recursos dan lugar a

una gestión más eficiente de la actividad empresarial y al consiguiente incremento de valor del socio.

Por otro lado, los *leveraged buy-outs* encuentran una serie de riesgos económicos que generaron el originario recelo en el legislador a su mayor permisividad. En tal sentido, cabe hacer alusión, en primer término, a la posible situación de desbalance patrimonial que se produzca a resultas de un excesivo endeudamiento que exija una enajenación indiscriminada de activos para hacer frente al mismo. Una desconsideración de la solvencia de la sociedad tras la operación puede tener graves implicaciones que aboquen a la compañía al concurso. En segundo lugar, las decisiones de los administradores pueden tener por objeto un control de la sociedad a través de la financiación de la adquisición bien por ellos mismos, bien por terceros afines. Finalmente, las operaciones, en ocasiones, pueden ser utilizadas en el seno de sociedades cotizadas con el ánimo de influir el curso bursátil de las acciones de la misma. En todo caso, son acreedores y socios minoritarios los sujetos económicos habitualmente afectados por los indicados riesgos.

4. La regulación aplicada en cada ordenamiento ha perseguido un objetivo común, consistente en la minimización de los costes asociados a los riesgos evidenciados y el fomento de los objetivos logrados a través de las operaciones. En este sentido, el tratamiento tradicional vino de la mano de la introducción de una prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias, incorporada al Derecho inglés en la década de los años veinte y configurada como una suerte de cláusula de cierre del régimen de autocartera. La prohibición tenía por objeto evitar cualquier tipo de situación que se asemejase a una transacción de las características referidas; se optaba, así, por una prohibición absoluta que impedía que se pudiera sustanciar cualquier *leveraged buy-out*. En otros ordenamientos, notablemente, en las reglas comunitarias establecidas con ocasión de la Directiva 77/91/CEE, así como, con posterioridad, en las propias normas inglesas, el legislador se ha decantado por un control que opera con carácter previo, pero que en modo alguno supone una interdicción total, sino que parte de una valoración de los elementos concomitantes. En ocasiones, éstos se presentan en forma de un análisis casuístico de las ventajas e inconvenientes de la operación, mientras que, en otras, se plasma a través de una serie de excepciones especialmente configuradas para este tipo de operaciones. Finalmente, algunos sistemas legales han optado por el tratamiento de la cuestión por la vía de las modificaciones estructurales, estableciendo determinadas cautelas o requisitos cuando las compraventas apalancadas van seguidas de una fusión. En todo caso, el objetivo perseguido por los diversos legisladores no es otro que el de dotar de validez a aquellas transacciones económicamente viables y en las que no se aprecie asomo de fraude alguno.

En el otro extremo, determinados ordenamientos han optado por un tratamiento mucho más libre, que no incorpora reglas prohibitivas ni de

control previo, pero que establece cautelas, tanto en sede societaria, como concursal, para activar los correspondientes mecanismos con posterioridad. En particular, el Derecho de los Estados Unidos articula la tutela de los intereses económicos afectados en las operaciones apalancadas, por un lado, a través de la oportuna responsabilidad imputable a los administradores por vulneración de los estándares de diligencia exigibles a la hora de realizar los conocidos tests de solvencia, así como, por otro, mediante la rescisión de las transacciones en el concurso. Las mayores posibilidades de reorganización empresarial posterior a la situación concursal, que vienen favorecidas gracias a determinadas reglas en Derecho norteamericano, permiten una tutela de los intereses en juego gracias a la posibilidad de continuación de la actividad empresarial. La sociedad, en este sentido, no acaba viéndose abocada a una situación de liquidación.

El caso del tratamiento contenido en sede de modificaciones estructurales, presente en el Derecho español e italiano, constituye una especialidad del control realizado con carácter previo, que se manifiesta en diversos aspectos. Por un lado, se establece una definición muy concreta de la configuración de la transacción relevante para el Derecho, fuera de la cual, bien nos encontramos ante la prohibición de asistencia financiera, bien existe absoluta libertad de actuación. La configuración de la misma, que parte de la realidad económica, pero que incorpora presunciones y establece términos descriptivos de una operación que requieren una interpretación en sentido amplio, constituye el supuesto de hecho normativo. Por otro, se requiere la inclusión de determinadas informaciones en la documentación generalmente exigida en las fusiones que permite una manifestación de la voluntad por parte del órgano supremo de la compañía realizada con mayor conocimiento de causa. Además, la regla se pone en relación con el régimen general de las modificaciones estructurales, lo que tiene diversas implicaciones que tienen que ver con las fórmulas de tutela de la propia institución jurídica que constituye la fusión.

III. ESTRUCTURA DEL PRESENTE ESTUDIO

5. El trabajo se encuentra dividido en tres grandes secciones que, de un lado, constituyen un procedimiento que tiene por objeto el análisis de las fórmulas jurídicas de tutela de los intereses económicos en las operaciones apalancadas y, de otro, se encuentran directamente relacionadas con los diferentes elementos metodológicos empleados. Así, para la comprensión de la estructura de la transacción y de los riesgos y ventajas propias de las mismas, parece ser exigida una consideración económica y financiera de la misma. En segundo lugar, las aproximaciones jurídicas, divergentes en ocasiones, parcialmente similares en otras, a la figura, requieren la observación de su funcionamiento, lo que permite extraer conclusiones sobre las formas de abordar la problemática suscitada y la sistemática normativa que rige en cada caso. A tal efecto, conviene llevar a cabo un estudio, tanto de tipo histórico, que contribuya a comprender la evolución del tratamiento

de la operación y, en especial, su relación con la prohibición de asistencia financiera, como de carácter comparado de la situación actual. Finalmente, el foco de atención se adentra en la comprensión del régimen de las fusiones apalancadas en la disciplina específica contenida en los ordenamientos italiano y español, llevándose a cabo el correspondiente estudio doctrinal que contribuye a la exégesis del precepto y a su comprensión en el seno del régimen de las modificaciones estructurales.

6. Los objetivos del análisis económico que se lleva a cabo son de diversa índole y responden a cuestiones dispares. Así, en primer lugar, compete determinar la configuración característica, los sujetos intervinientes y las fórmulas de financiación de la adquisición en este tipo de transacciones. La constelación que se presenta como resultado permite comprender los incentivos que se pueden generar y las consiguientes implicaciones que se pueden derivar. En segundo lugar, la lógica del funcionamiento de este tipo de transacciones puede explicar reacciones de los sujetos económicos involucrados frente a determinadas configuraciones normativas. En tal sentido, el análisis tiene en cuenta determinados elementos de la microeconomía y de las finanzas corporativas que no sólo sirven para describir o exponer la realidad de las operaciones apalancadas, sino que, además, contribuyen a comprender los comportamientos de los agentes y los efectos del endeudamiento.

7. Con el análisis histórico y jurídico-comparado se pretende dilucidar la evolución jurídica de que ha sido objeto el tratamiento de las operaciones apalancadas o, más bien, la forma en la que los diferentes ordenamientos las han afrontado. En tal sentido, se busca discernir en qué medida se han producido influencias entre ordenamientos, bien derivados de unificaciones legislativas acaecidas en el seno de organizaciones supranacionales, bien a consecuencia de una cierta asimilación entre legislaciones. Si lo primero tiene lugar con ocasión de las decisiones normativas en materia societaria por parte de la CEE y, posteriormente, de la UE, lo segundo tiene que ver con la influencia de la normativa estadounidense que se observa en la existencia de determinadas instituciones, pero también de la inglesa en la primigenia regulación sobre asistencia financiera o de la italiana en la configuración de la disciplina específica de la fusión apalancada.

Por lo que se refiere a las cuestiones de Derecho norteamericano, es una realidad que en la última década ha habido un replanteamiento de la figura del capital social mínimo exigido que ha dado lugar al debate sobre la posibilidad de introducción de métodos diversos de tutela de los acreedores, como son los tests de solvencia. Se constata, en todo caso, que sin perjuicio de que no se hayan dado pasos firmes hacia modificaciones legislativas más radicales, lo cierto es que existen indicios de cierta evolución, como puede ser la presencia de este tipo de tests en diversas instituciones. De este modo, tanto en el Derecho alemán, en la doctrina jurisprudencial de la *Existenzvernichtungshaftung*, como en el régimen de la fusión apalancada en España y en Italia, se aprecian indicios de esta configuración. Otro tanto puede decirse de las reglas concursales, que constituyen el elemento principal de tratamiento jurídico de las operaciones apalancadas en el Derecho

estadounidense, donde tiene lugar, con carácter *ex post*, a través de los llamados *fraudulent transfers*, por medio de los cuales se dispensa la oportuna tutela. Es una realidad que tanto en el Derecho alemán, como también en el ordenamiento patrio, la utilización de las acciones rescisorias, equivalentes a las antedichas, constituyen también una posibilidad en este tipo de transacciones.

En cuanto a la prohibición de asistencia financiera, su origen en el Derecho inglés y su existencia tan sólo parcial en el ordenamiento italiano constituían las únicas referencias de la misma con anterioridad a la introducción de la disciplina en el Derecho comunitario. Su incorporación primigenia, divergente en algunos aspectos de la regulación inglesa, suponía, sin embargo, una prohibición absoluta traspuesta de manera dispar en los Estados miembros. Si algunos optaron por la literalidad de la regla, otros incrementaron el ámbito de aplicación, tanto objetivo como subjetivo y, en fin, unos terceros establecieron algunas excepciones que evitaban la aplicación indiscriminada de aquélla. En la actualidad parece haber una tendencia flexibilizadora que se manifiesta en una consignación de la decisión informada a la Junta General y, en último término, en una valoración de las ventajas económicas y de la capacidad de repago del endeudamiento contraído. En cierto sentido, se observa cómo pese a las diferencias de planteamiento, el resultado en el tratamiento de las operaciones apalancadas ha terminado por ser similar. Especial mención merece el tratamiento de la fusión apalancada en aquellos ordenamientos —italiano y español—, donde encuentran una regulación propia. En tales casos, la decisión del órgano supremo de la sociedad se produce como consecución de un procedimiento de fusión.

8. El análisis doctrinal constituye el grueso del trabajo por cuanto se persigue explicar la configuración y el funcionamiento del régimen de la fusión apalancada tanto en España como en Italia, para lo cual es necesario un análisis comparativo de índole diversa. Si en la segunda parte se busca observar las grandes tendencias de las legislaciones occidentales y sus aproximaciones a la realidad de las operaciones apalancadas, en la tercera el objetivo es delimitar las pequeñas diferencias existentes entre dos preceptos a primera vista casi idénticos. La estructura normativa de cada uno contribuye a explicar en ocasiones disparidades producidas por la sistemática del propio precepto o del mismo en el contexto legal. En otros, por el contrario, es posible un análisis que ayuda a la delimitación de la técnica jurídica más adecuada.

El estudio doctrinal, en todo caso, exige un triple punto de vista que requiere, en primer término, la exégesis del texto legal a partir de las técnicas de interpretación consignadas en el ordenamiento. En segundo lugar, se hace necesaria una toma en consideración de la norma general en la que se inserta y, en particular, en el contexto del Derecho de las modificaciones estructurales, prestando la debida atención a las instituciones más relevantes del mismo. Finalmente, resulta imperiosa una constante vinculación con el Derecho de sociedades en su integridad y, con particular énfasis, en el caso de la prohibición de asistencia financiera. De este modo, la comunicación

entre normas contribuye al mejor entendimiento de la lógica de la regla específica sobre fusiones apalancadas.

En concreto, la disciplina se estudia de manera compartimentada, pero tomando en consideración en todo momento la integridad de la operación. En este sentido, son objeto de análisis los elementos definidores de la figura de la fusión apalancada, dotando de contenido tanto a aquéllos de carácter subjetivo —tipología societaria afectada—, como a los aspectos objetivos de la misma —endeudamiento, adquisición, plazo y fusión—. Con posterioridad, se delimitan las obligaciones informativas concretas que configuran la consecuencia jurídica del precepto, determinando el criterio que debe ser tenido en cuenta para la decisión posterior de la Junta General y que son el elemento a partir del cual se construyen la mayoría de los remedios de posible utilización. Finalmente, se estudia la aplicación de los diversos remedios que pueden ser de aplicación en casos fraudulentos o económicamente inviables de fusión apalancada. Junto a las instituciones jurídico-societarias como la impugnación de acuerdos sociales, la acción de nulidad de la fusión y la responsabilidad de los administradores, se plantea la posibilidad de que las transacciones consideradas puedan ser objeto de acciones de reintegración de la masa y, finalmente, se analizan las repercusiones de índole tributaria.

PARTE PRIMERA
LA FUSIÓN APALANCADA EN LA REALIDAD
ECONÓMICA

CAPÍTULO I

LA FUSIÓN APALANCADA COMO OPERACIÓN ECONÓMICO-FINANCIERA

I. CUESTIONES INTRODUCTORIAS

La fusión apalancada, traducción castellana más o menos acertada de la expresión anglosajona *merger leveraged buy-out*, es una operación societaria de carácter ciertamente extraordinario — más por su relevancia para la vida de la compañía que por su manifestación en la realidad económica, no precisamente exigua— que tiene por objeto la concentración económica¹. La característica propia de esta operación es, con todo, el elevado endeudamiento y consiguiente riesgo financiero que incorpora, lo que la diferencia de cualquier otro tipo de conglomeración empresarial². Se trata, consiguientemente, de una fusión que tiene lugar con posterioridad a una previa adquisición de sociedad para la que el comprador utiliza la liquidez obtenida a crédito³.

¹ Ampliamente, un análisis en clave económica de lo que suponen las operaciones de concentración económica puede verse en F. H. EASTERBROOK y D. R. FISCHER, «Corporate Control Transactions», *Yale L. J.*, núm. 91, 1981-1982, pp. 698-737. Se estudian las relaciones entre la mejora producida como consecuencia de las operaciones de estas características y las relaciones existentes con los deberes fiduciarios.

² Véanse, en términos generales, las consideraciones de R. URÍA GONZÁLEZ, «Teoría de la concentración de empresas», *RDM*, núm. 24, 1949, pp. 315-348, donde plantea hipótesis sobre lo que debe entenderse por concentración de empresas en sentido económico, teniendo en cuenta que éstas pueden concurrir tanto de forma horizontal, como vertical, siendo en el primer caso la voluntad de integrar una multiplicidad de entes económicos que desarrollan la misma actividad y, en el segundo, de unificación de tareas complementarias (pp. 318-319). En el primer caso, el planteamiento subyacente es el alcance de economías de escala, mientras que en el segundo, la cuestión tiene que ver con las sinergias generadas.

³ Véase una pormenorizada descripción de la transacción en S. CALVELLO, «Leveraged buy-out», *Contr. Imp.*, vol. 6, núm. 6, 1990, pp. 1255-1293, en concreto, en las pp. 1255-1263.