



Tribuna

La asistencia financiera en operaciones de refinanciación y reestructuración de deuda

LA LEY 2221/2015

La asistencia financiera en operaciones de refinanciación y reestructuración de deuda

Ander VALVERDE GONZÁLEZ-MOREJÓN

Abogado de Corporate. Pérez-Llorca

La pregunta que nos planteamos consiste en determinar si, en el contexto de una operación de refinanciación o reestructuración de deuda de adquisición —suscrita años después de la operación de financiación de adquisición originaria—, la constitución de garantías sobre los activos de la sociedad originariamente adquirida también contraviene la prohibición de asistencia financiera prevista en la Ley de Sociedades de Capital. El autor entiende que existen argumentos para sostener la ausencia de contravención de la referida prohibición en el contexto de operaciones de refinanciación o reestructuración de deuda. No obstante, el autor entiende que lo anterior no está exento de dudas interpretativas.

I. PLANTEAMIENTO DE LA CUESTIÓN

Existe una cuestión que se plantea frecuentemente en las operaciones de refinanciación y de reestructuración de deuda cuando la financiación originaria que se pretende refinar o reestructurar tuvo por objeto financiar la adquisición de una sociedad.

El punto de partida, expuesto en términos muy simples, es el siguiente. En una estructura clásica de financiación de adquisición el comprador constituye un vehículo (*newco*) que se apalca mediante financiación bancaria. La financiación recibida por el vehículo se destina a la adquisición de una sociedad (*target*).

En el marco de esta estructura, en la medida en que el vehículo financiado carece de activos, se pretende que sean los activos de la sociedad adquirida —directamente mediante el otorgamiento de garantías o indirectamente a través de una fusión posterior a la adquisición entre el vehículo financiado y la sociedad adquirida— los que en última instancia garanticen la deuda bancaria de adquisición. No obstante, lo anterior está limitado por la legislación societaria en materia de asistencia financiera que, en resumen, prohíbe a una sociedad prestar asistencia financiera —por ejemplo, en la forma de otorgamiento de garantías sobre sus activos— para que un tercero adquiera sus acciones o participaciones.

La pregunta que nos planteamos consiste en determinar si, en el contexto de una opera-

ción de refinanciación o reestructuración de deuda de adquisición —suscrita años después de la operación de financiación de adquisición originaria—, la constitución de garantías sobre los activos de la sociedad originariamente adquirida también contraviene la prohibición de asistencia financiera prevista en la Ley de Sociedades de Capital (en adelante LSC).

Indagar algunos argumentos que podrían servir para sostener la ausencia de contravención de la referida prohibición en el contexto de operaciones de refinanciación o reestructuración de deuda es el fin de esta nota.

II. EL RÉGIMEN LEGAL DE ASISTENCIA FINANCIERA

La Ley de Sociedades de Capital regula la asistencia financiera diferenciando entre sociedades de responsabilidad limitada y sociedades anónimas. Por un lado, el art. 143 de la citada norma determina que la sociedad de responsabilidad limitada no puede anticipar fondos, conceder créditos o préstamos, prestar garantía ni facilitar asistencia financiera para la adquisición «de sus propias participaciones o de las participaciones creadas o las acciones emitidas por una sociedad del grupo al que la sociedad pertenece». Por otro lado, el art. 150 establece que la sociedad anónima no podrá anticipar fondos, conceder préstamos, prestar garantías ni facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición «de sus acciones o de participaciones o acciones de su sociedad dominante» por un tercero.

La diferencia entre ambos preceptos consiste en que el primero prohíbe la asistencia financiera tanto a nivel vertical —ascendente y descendente— como a nivel horizontal en la cadena de control mientras que el segundo la prohíbe únicamente a nivel vertical ascendente («su sociedad dominante»).

En cualquiera de los dos casos, la infracción de la prohibición presenta dos consecuencias severas. En primer lugar, la nulidad de la garantía constituida en contravención de la prohibición de asistencia financiera. En segundo lugar, la posible imposición de una multa que se calcula en función del valor nominal de las acciones o participaciones adquiridas por un tercero con asistencia financiera. La ley prevé que serán responsables de la infracción los administradores de la sociedad infractora y, en su caso, los administradores de la sociedad dominante que hayan inducido a cometer la infracción.

III. LA CAUSA DEL OTORGAMIENTO DE GARANTÍAS EN LAS OPERACIONES DE REFINANCIACIÓN Y REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA DE ADQUISICIÓN

La causa que justifica el otorgamiento de una garantía en el ámbito de una operación de refinanciación o reestructuración de deuda consiste en el refuerzo o mejora crediticia de la posición de los bancos. Es decir, la constitución de la garantía constituye la contraprestación que reciben los bancos, quienes a su vez, en beneficio del financiado, acuerdan extender la fecha de vencimiento de la financiación, posiblemente mejorar las condiciones financieras en términos de tipos de interés, adecuar los calendarios de pago y, en su caso, ajustar los ratios financieros a las nuevas circunstancias económicas y financieras del financiado.

En consecuencia, podría argumentarse que no existe asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones propias por la ausencia de una dependencia causal entre la garantía y un negocio jurídico de adquisición. En efecto, si los bancos no obtienen un refuerzo de su posición crediticia mediante el otorgamiento de una garantía podría pensarse que la parte financiada no ofrece una contraprestación tangible y que en consecuencia la operación propuesta carece de causa.

IV. LA INTERPRETACIÓN TELEOLÓGICA- LA FINALIDAD DEL RÉGIMEN DE ASISTENCIA FINANCIERA

La finalidad de la prohibición de asistencia financiera es doble. En primer lugar, evitar que el adquirente de las participaciones financie o garantice su adquisición con cargo al patri-

monio de la sociedad adquirida. En segundo lugar, impedir que los administradores de una sociedad lleven a cabo conductas abusivas tendentes a facilitar la adquisición de la condición de socio a terceros de su confianza.

Si la sociedad originariamente adquirida en el contexto de una operación de adquisición apalancada otorga una garantía sobre sus activos —años después de la referida operación de adquisición—, para reforzar o mejorar la posición crediticia de los bancos en el marco de una operación de refinanciación o reestructuración de la deuda de adquisición, es posible cuestionarse si concurre el bien jurídico que pretende proteger el régimen de asistencia financiera.

En el caso de una refinanciación o reestructuración de deuda en los términos que estamos planteando no parece que el otorgante de la garantía éste financiando o garantizando la adquisición de su control. Tampoco, necesariamente, se percibe un conflicto de interés o una tensión entre la dirección de una empresa y sus accionistas en el sentido de que el *management* esté actuando abusivamente para impulsar un cambio de control en el accionariado de la sociedad. En consecuencia, es legítimo cuestionarse si, en el supuesto que estamos analizando, debe aplicarse una norma sancionadora tan severa como la prevista en la Ley de Sociedades de Capital en materia de asistencia financiera.

V. ASISTENCIA FINANCIERA ¿ORIGINARIA?

La literalidad de los artículos que regulan la asistencia financiera en la Ley de Sociedades de Capital —expuesta en los párrafos introductorios de esta nota— parece indicar que la norma prohíbe la asistencia financiera originaria. Es decir, la asistencia financiera dirigida a facilitar la adquisición de las propias acciones o participaciones de la sociedad que, además, se produce simultáneamente al negocio de adquisición o dentro de un ámbito temporal cercano.

Otorgar una garantía sobre los activos de la sociedad que inicialmente fue objeto de adquisición para refinanciar o reestructurar la propia deuda de adquisición varios años después del negocio jurídico de adquisición no parece constituir asistencia financiera «originaria» —que es lo que, atendiendo a su literalidad, contemplan como supuestos de hecho prohibidos y sancionados los arts. 143 y 150 LSC— sino, en su caso, asistencia financiera «sobrevvenida».

La asistencia financiera sobrevvenida no parece estar comprendida dentro del ámbito de aplicación de la Ley de Sociedades de Capital

si se atiende a la dicción literal de la misma. De hecho, puede argumentarse que el único supuesto de posible asistencia financiera sobrevvenida expresamente contemplado en una norma del ordenamiento jurídico español es el establecido en el art. 35 Ley sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles.

El referido artículo se refiere a la fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente (*forward merger*). Este precepto limita su ámbito a fusiones entre sociedades cuando alguna de ellas hubiera contraído deudas en los tres años inmediatamente anteriores para adquirir el control de otra que participe en la operación de fusión.

El incumplimiento del régimen de asistencia financiera constituye una infracción que determina la imposición de sanciones severas. El Derecho español prevé un principio en virtud del cual las normas sancionadoras deben ser objeto de una interpretación restrictiva de forma que no puedan imponerse a los «sujetos administrados» más obligaciones que las establecidas expresamente en las normas.

Sobre la base de este principio de interpretación restrictiva y la literalidad de los arts. 143 y 150 LSC, podría argumentarse que no cabe aplicar por analogía o extensión la prohibición de asistencia financiera a un supuesto sobrevenido como el que se plantea en las operaciones de refinanciación y reestructuración de deuda.

VI. LA NECESARIA VINCULACIÓN ENTRE LA PRESTACIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA Y EL NEGOCIO JURÍDICO DE ADQUISICIÓN

La jurisprudencia exige la concurrencia de tres requisitos cumulativos para apreciar la existencia de asistencia financiera. En primer lugar, la existencia de una operación o negocio de financiación de la sociedad a favor de un tercero. En segundo lugar, la existencia de un negocio de adquisición de las propias participaciones o de las acciones o participaciones de una sociedad del grupo al que pertenezca la sociedad que facilitó la financiación. En tercer lugar, la existencia de una vinculación necesaria entre los dos negocios, de modo que la operación de financiación haya sido motivo determinante del negocio de adquisición.

Esta nota ya ha expuesto la posible ausencia de dependencia causal si la garantía convertida se constituye para reforzar o mejorar la posición crediticia de los bancos cuando a éstos se les solicita refinanciar o reestructurar los créditos de los que son acreedores. Incluso si no se acepta este argumento, sigue siendo

posible preguntarse si el transcurso de los años, al menos, difumina el vínculo o nexo causal entre el negocio de adquisición y el negocio de asistencia financiera.

Piénsese que el art. 35 Ley sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles —que, como hemos indicado anteriormente, constituye la única norma del ordenamiento jurídico español que se refiere a la asistencia financiera sobrevvenida— establece un plazo de tres años entre la adquisición y la posterior fusión para que los expertos que se pronuncien sobre la fusión deban determinar si existe asistencia financiera.

Esto sugiere que, incluso en el caso del único supuesto de asistencia financiera sobrevvenida regulado por una norma —el supuesto de *forward merger* posterior a la adquisición—, el propio legislador entiende que más allá de un plazo de tres años el posible nexo causal puede haber quedado ya, en principio, definitivamente difuminado.

VII. CONCLUSIONES

Existen elementos que permitirían argumentar la ausencia de contravención de la prohibición de asistencia financiera cuando la garantía se constituye años después de la operación originaria en el contexto de una operación de refinanciación o reestructuración de la deuda.

Sin embargo, lo anterior no está exento de dudas interpretativas. De la misma manera que esta nota expone algunas ideas preliminares que permiten cuestionarse la aplicación del régimen de asistencia financiera al supuesto planteado, podrían fácilmente exponerse argumentos sólidos a favor de una tesis contraria. Esto introduce un significativo nivel de incertidumbre en operaciones en las cuales la seguridad jurídica —tanto de los financiadores como de los financiados— debería garantizarse en mayor medida por parte del legislador. Especialmente cuando, en el contexto económico actual, las operaciones de financiación de adquisición apalancada suscritas en los años previos al inicio de la crisis financiera deben ser refinanciadas o reestructuradas —algunas de ellas, por segunda, tercera o cuarta vez— con el objetivo, en última instancia, de permitir la continuidad de la empresa y conservar puestos de trabajo.

Por tanto, sería deseable la aprobación de una norma semejante a la introducida en la Ley sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles en relación con las denominadas *forward mergers* para regular los supuestos de asistencia financiera sobrevvenida que puedan producirse en el contexto de las operaciones de refinanciación o reestructuración de deuda. ■