



*Documentos de Trabajo del Departamento de
Derecho Mercantil*

2006/5

Diciembre 2006

LA REFORMA DE LA ASISTENCIA FINANCIERA EN EUROPA

Luis Antonio Velasco San Pedro*

*e-mail del autor: luisve@der.uva.es

Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho.
Universidad Complutense.
Ciudad Universitaria s/n.
28040 Madrid
00 34 -913 94 54 93
<http://www.ucm.es/info/mercantil>

*Documento depositado en el archivo institucional EPrints Complutense.
Puede descargarse en cualquiera de las siguientes direcciones:*

<http://www.ucm.es/eprints>
<http://www.ucm.es/BUCM/der/10437.php>

Copyright © 2006 por el autor

LA REFORMA DE LA ASISTENCIA FINANCIERA EN EUROPA*
LUIS ANTONIO VELASCO SAN PEDRO

CATEDRÁTICO DE DERECHO MERCANTIL
UNIVERSIDAD DE VALLADOLID

Resumen: Este trabajo analiza la reforma del régimen de la asistencia financiera en Europa. El artículo 23 de la segunda Directiva 77/91/CEE de 13 de diciembre de 1976 prohibía a una sociedad anónima adelantar fondos, conceder préstamos o dar garantías para la adquisición de sus acciones por un tercero. Esta prohibición de prestar asistencia financiera ha sido criticada por representar, sin justificación aparente, un serio obstáculo para las compras apalancadas (LBO) y otras operaciones financieras. La Directiva 2006/68/CE de 6 de septiembre de 2006 ha reformado la segunda Directiva 77/91/CEE y cambia este régimen. Ahora los Estados miembros podrán autorizar estas transacciones bajo ciertas garantías (en condiciones de mercado justas, la operación tiene que ser aprobada por la Junta general, etc.).

Palabras clave: Derecho europeo de sociedades, Sociedad Anónima, capital social, acciones propias, asistencia financiera, compras apalancadas de empresas, LBO.

Abstract: This paper analyzes the reform of the financial assistance rules in Europe. Article 23 of the Second Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 forbade a public company for advancing funds, making loans or providing security, in order to promote or facilitate the acquisition of its shares by a third party. This prohibition of granting financial assistance has been subjected to criticism, since it represents, without any apparent justification, a serious obstacle to leveraged buy-outs (LBO) and other financial operations. Directive 2006/68/EC of 6 September 2006 has amended the Second Directive 77/91/EEC and changes these rules. Now Member States will be able to allow these transactions under certain safeguards (at fair market conditions, the operation must be approved by the company in general meeting, etc).

Key words: European Company Law, public company, capital, own shares, financial assistance, leveraged buy-outs, LBO.

* Este trabajo se ha escrito a la memoria del Profesor García Villaverde, y está destinado también a figurar en su *Libro Homenaje*.

El origen de este trabajo se encuentra en la ponencia desarrollada por el autor dentro del *Trird Harvard-Complutense Seminar on Business Law: Convergences and Parallelisms in Corporate and Insolvency Law within the US-EU framework* (mayo 2005).

LA REFORMA DE LA ASISTENCIA FINANCIERA EN EUROPA*
LUIS ANTONIO VELASCO SAN PEDRO

CATEDRÁTICO DE DERECHO MERCANTIL
UNIVERSIDAD DE VALLADOLID

SUMARIO:

I.- LA REFORMA DE LA 2ª DIRECTIVA EN EL CONTEXTO DE LAS TRANSFORMACIONES DEL DERECHO DE SOCIEDADES EUROPEO Y LA REFORMA DEL CAPITAL Y LA CONTABILIDAD	4
II.- LA REDACCIÓN ORIGINARIA DE LA 2ª DIRECTIVA	12
III.- LOS ANTECEDENTES DE LA 2ª DIRECTIVA. EL ORIGEN HISTÓRICO DE LA PROHIBICIÓN.	14
A.- Antecedentes ingleses.....	15
B.- Antecedentes italianos.	16
IV.- EL DISCUTIDO FUNDAMENTO DE LA PROHIBICIÓN.	17
A.- En conexión con la adquisición de acciones propias.....	17
B.- Justificación autónoma.	18
1) Impedir abusos por parte de los administradores.....	18
2) Desviación de recursos sociales. Liquidación encubierta del patrimonio social.....	18
3) Abusos de mercado.....	19
C.- Recapitulación crítica.....	19
V.- ANTECEDENTES DE LA REFORMA DE LA 2ª DIRECTIVA.....	20
VI.- EL NUEVO RÉGIMEN DE LA ASISTENCIA FINANCIERA.	21
A.- Generalidades. El concepto de asistencia financiera.....	21
B.- Requisitos de admisibilidad de la operación.	25
1) Condiciones de mercado justas. Transmisión de acciones propias y suscripción de acciones de la sociedad.....	25
2) Aprobación previa de la Junta General de accionistas.	31
3) No afectación al patrimonio vinculado. Test de solvencia y liquidez.	32
4) Conflicto de intereses.....	35
C.- Consecuencias de la infracción de las normas sobre asistencia financiera.	35
VII.- CONCLUSIÓN.....	36

I.- LA REFORMA DE LA 2ª DIRECTIVA EN EL CONTEXTO DE LAS TRANSFORMACIONES DEL DERECHO DE SOCIEDADES EUROPEO Y LA REFORMA DEL CAPITAL Y LA CONTABILIDAD.

El Derecho de sociedades del tránsito de siglo está atravesando por una etapa de continuas transformaciones, como revelan las frecuentes y, en algunos casos, muy ambiciosas reformas que se están emprendiendo en casi todos los países de nuestro entorno. En esta misma vía ha entrado también España donde, aun con más reticencias al cambio legal y sin alcanzarse la profundidad de otras reformas foráneas, se han realizado en los últimos años modificaciones legislativas de calado¹, a las que hay que añadir las que proceden del campo de los *códigos de buen gobierno*, vía paralela de introducción voluntaria de nuevas reglas o estándares de conducta seguida en todo el mundo desde los años 90, fundamentalmente en relación con las sociedades cotizadas².

No es este el lugar oportuno para detenerse en las causas de tales transformaciones. Sin embargo, podemos aventurar que a las causas inmediatas – en gran parte vinculadas al insatisfactorio funcionamiento del sistema legal, como revelan las crisis y escándalos de grandes sociedades cotizadas habidas en casi todos los países–, se une una cierta *crisis de identidad* del mismo modelo europeo de Sociedad Anónima, cuyo referente más cualificado solía situarse en la *Aktiengesellschaft* alemana, con protección societaria de las minorías accionariales y dualismo y cogestión de los trabajadores en el órgano de administración (era el llamado modelo *renano*³ o, como señalan otros autores, *socialdemócrata*⁴), y, en todo caso, como modelo claramente diferenciado de la *Corporation* norteamericana, con protección de los inversores y regulación y control dirigidos fundamentalmente a los mercados bursátiles. La diferencia entre estos modelos

¹ Prescindiendo de reformas de menor importancia, deben destacarse las operadas por las llamadas *Leyes financiera* de 2002, de *transparencia* y de *la Sociedad Limitada Nueva Empresa* de 2003, y *sobre la Sociedad Anónima Europea domiciliada en España* de 2005.

² En España tras el precedente de los llamados *Informes Olivencia*, de 1998, y *Aldama*, de 2003, acaba de publicarse en mayo de 2006 el “Código Unificado de Buen Gobierno”, que fija las recomendaciones de buen gobierno que pueden considerarse “vigentes” en España en estos momentos, a los efectos de la regla “cumple o explica”, introducida en el nuevo art. 116.4.f) de la LMV.

³ PEREZ, R., *La gouvernance de l'entreprise*, Paris 2003, p. 18.

⁴ ROE, *Political Determinants of Corporate Governance. Political Context, Corporate Impact*, New York 2002, pp. 19 y ss.

comenzó a diluirse a partir de los años 80 y sobre todo 90, pero a costa de la preponderancia de patrones procedentes de Estados Unidos, como pone de relieve la progresiva aceptación de rasgos típicamente norteamericanos en las regulaciones europeas, como han sido particularmente el establecimiento de organismos semejantes a la SEC, la adopción de normas de conducta en los mercados de valores miméticas (*insider trading*, etc), la recepción de la doctrina de los deberes fiduciarios de los administradores (*fiduciary duties*) y de la regla del enjuiciamiento empresarial (*business judgement rule*), la acogida del tratamiento de las llamadas oportunidades de negocio (*corporate opportunities*), o la incorporación de nuevos instrumentos financieros (acciones rescatables, participaciones preferentes, etc.), etc.⁵.

En el marco de la UE, la técnica de armonización del Derecho de sociedades mediante directivas no parecía a priori un mecanismo muy favorable para los cambios, habida cuenta de las dificultades procedimentales inherentes a la aprobación de nuevas directivas. Por otro lado, esta armonización, aunque parcial, en la llamada *época dorada* de los 70 y 80 se había basado principalmente en el modelo alemán de Sociedad Anónima, cuya ulterior extensión a otros aspectos como los órganos o los grupos de sociedades, había sido además motivo determinante del fracaso de algunas propuestas de directivas, como la quinta y la novena, relativas respectivamente a estas dos cuestiones⁶. En este contexto pudo hablarse con fundamento de un riesgo de parálisis y petrificación del Derecho (parcial) de sociedades europeo establecido hasta aquel momento⁷.

Sin embargo, el nuevo impulso que sucedió al rechazo en el Parlamento Europeo de la 13ª Directiva sobre OPAs, con la publicación del llamado *Informe Winter*⁸ y la *Comunicación de la Comisión Europea sobre modernización del Derecho de*

⁵ Anteriormente me he referido a esta cuestión en mi trabajo "Gobierno corporativo", en ALONSO LEDESMA (dir.), *Diccionario de Derecho de Sociedades*, Iustel, Madrid 2006, donde apunto como posibles razones de esta convergencia en la era de la *globalización*, el mayor poderío económico y militar de los Estados Unidos; la mayor eficiencia de su economía; o el desarme ideológico de la izquierda europea, agudizado por la caída del *telón de acero*.

⁶ Véanse QUIJANO, "El Derecho de sociedades en la Unión Europea", en VELASCO SAN PEDRO, (coord.): *Mercosur y la Unión Europea: dos modelos de integración económica*, Valladolid 1998, pp. 139-140 y VELASCO SAN PEDRO/SÁNCHEZ FELIPE, "La libertad de establecimiento de las sociedades en la UE. El estado de la cuestión después de la SE", en *RdS*, nº 19, 2002, p. 23.

⁷ VELASCO SAN PEDRO/SÁNCHEZ FELIPE, "La libertad de establecimiento...", cit., p. 24.

⁸ *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, 4/11/2002 (disponible en Internet http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/modern/consult/report_en.pdf

*sociedades*⁹, así como la posterior aprobación de ésta y otras importantes directivas¹⁰, así como la preparación de otras nuevas y la modificación de parte de las anteriores, ha reabierto la capacidad reformadora de la instancia europea, que se ha visto asimismo complementada por diversas recomendaciones, siguiendo una vía también aconsejada por el propio *Informe Winter*. Renacimiento del proceso europeo que, sin duda, ha sido motivado por la necesidad acuciante de dotar a las sociedades europeas de un marco legal más competitivo en un mundo que por sí lo es cada vez más, y de continua confrontación entre empresas europeas y de otros lugares del mundo, particularmente las norteamericanas.

Una buena muestra de ese nuevo impulso lo tenemos en la reciente Directiva 2006/68/CE de 6 de septiembre de 2006, que modifica la 2ª Directiva 77/91/CEE de 13 de diciembre de 1976, en materia de sociedades *relativa a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital*, y que afecta a materias de importancia dentro del régimen del *capital social*, como son la valoración de ciertas *aportaciones no dinerarias*, el régimen de la adquisición derivativa de *acciones propias* y la *asistencia financiera* para adquirir acciones propias.

Si hubiera que resumir con una sola palabra esta última reforma, yo elegiría *flexibilización*. En efecto, en todos los aspectos retocados se trata de introducir nuevos elementos de facilitación en relación con los aspectos considerados, superando una cierta rigidez del texto originario de la 2ª Directiva que, en relación con la asistencia financiera, como luego insistiré, era máxima. Circunstancia que, además, contrasta con la propia de los Estados Unidos, cuyas regulaciones en estos aspectos, son en general menos rígidas. En el caso de nuevo de la asistencia financiera, de manera muy ostensible, ya que no existe reglamentación general alguna de la institución, resolviéndose los problemas y fraudes que puntualmente puedan presentarse en estas operaciones por otras vías¹¹.

⁹ Comunicación de la Comisión de 21/5/2003 sobre *Modernización del Derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión Europea -Un plan para avanzar*, COM (2003) 284 final.

¹⁰ Entre otras, además de la Directiva 2004/25/CE de 21/4/2004 sobre OPAS, la Directiva 2005/56/CE de 26/10/2005 sobre *fusiones transfronterizas de sociedades de capital* y la Directiva 2006/43/CE, de 17/5/2006, relativa a *la auditoría legal de las cuentas anuales y de las cuentas consolidadas*.

¹¹ Véase más adelante en el ap. III.

Precisamente, y conectando con lo que se acaba de señalar sobre el modelo europeo de Sociedad Anónima, la rigidez de la 2ª Directiva en estos y otros puntos, creo que está relacionada sobre todo con la *concepción global del capital social* que ha venido manteniendo este texto, entendido a la manera tradicional europea continental como una entidad de *naturaleza formal* que, *fijada en los Estatutos de la sociedad*¹², actúa en el Balance como cifra de retención¹³. Por esta razón este concepto de capital ha venido estando estrechamente vinculado a los criterios del Derecho de balances¹⁴; esto es, a los criterios con los que ha de elaborarse la contabilidad de la empresa, en cuanto el Balance resume toda la contabilidad del ejercicio, en particular a sus reglas de valoración, que en el marco europeo continental han venido partiendo esencialmente de valores *históricos*, como son el coste de producción o el precio de adquisición, de la mano del llamado *principio de prudencia valorativa*¹⁵.

Desde hace años se viene criticando esta concepción tradicional del capital social, a la que se adscribió la 2ª Directiva, precisamente por ese carácter formal y fijo, a todas luces insuficiente para asegurar la *solvencia de la sociedad* y, por ende, la debida tutela de los acreedores sociales, que son los objetivos teóricamente perseguidos por tal institución¹⁶. Precisamente la falta de habilidad de este *capital formal* para garantizar la solvencia de la sociedad, es la que da origen al conocido

¹² Como indicaba GIRÓN, *Derecho de Sociedades Anónimas*, Valladolid 1952, p. 50, al referirse a esta concepción tradicional que era la que seguía la LSA de 1951, “el capital de la S.A. es un elemento esencial de su tipicidad jurídica, que nada tiene que ver con cualquier clase de materialización. Se trata de una abstracta magnitud matemática, que ha de ser fijada en los Estatutos...”.

¹³ Véase el art. 15.1 de la 2ª Directiva.

¹⁴ Esta relación entre capital y Derecho de balances era justamente advertida por el mismo GIRÓN, *ob. cit.*, pp. 142 y ss.

¹⁵ Los criterios que resultan de este principio se resumen en el art. 38.1 del Código de comercio español.

¹⁶ Debe tenerse en cuenta que en el marco de esta concepción del capital, como señalaba el Profesor GARCÍA VILLAVERDE [“Algunos temas en torno al régimen del capital social en el proyecto de Estatuto para una Sociedad Anónima Europea”, en GIRÓN (dir.), *Estudios y textos de Derecho de sociedades de la Comunidad Económica Europea*, Madrid 1978, pp. 131-132], “la garantía (de la cifra del capital) debe buscarse sustancialmente en la publicación de la misma para su conocimiento por terceras personas y en las disposiciones legales que tienden a asegurar el desembolso efectivo y la estabilidad de aquel. El conocimiento de la cifra -concluía- y la «realidad» de la misma suponen garantía en cuanto que los terceros, que contratan con la sociedad, saben a qué atenerse en sus relaciones con ésta”.

Unos apuntes de esta crítica en mi trabajo VELASCO SAN PEDRO, “Uniones de empresas y tutela del capital social”, en VELASCO SAN PEDRO, *Negocios con acciones y participaciones propias*, Valladolid 2000, pp. 219 y ss. (aparecido originariamente en *JD*, nº 6, abril de 1989, pp. 19 y ss.)

problema de la *infracapitalización* de la sociedad, en sus vertientes *nominal* y *material*, y que en el marco de la citada 2ª Directiva no recibía respuesta alguna¹⁷.

No obstante, estos problemas han sido en parte paliados por reglas particulares de los Derechos de algunos Estados miembros. En España, junto a la doctrina del *levantamiento del velo*, reconocida jurisprudencialmente desde hace tiempo¹⁸, encontramos normas con esta función en diversas disposiciones introducidas en los últimos años en las reformas de nuestra legislación societaria y concursal, como son, en particular, la relativamente veterana –procede de la gran reforma de 1989– *responsabilidad por deudas sociales de los administradores por no promover la disolución en caso de pérdidas cualificadas* [arts. 260.4 y 262.4 y 5 de la LSA y 104.1.c) y 105.4 y 5 de la LSRL] y, más recientemente, la extensión del régimen de responsabilidad civil de los administradores a los *administradores de hecho* (nuevo art. 133.2 de la LSA, al que se remite el 69 de la LSRL); la consideración, en caso de *concurso de la sociedad*, como *créditos subordinados* de los correspondientes a los socios que tengan una participación superior al 5 ó 10% del capital, según se trate o no de una sociedad cotizada (arts. 92.5 y 93.2.1º de la LC), con lo que ello supone de imposibilidad de votar en la Junta de acreedores (art. 122.1.1º de la LC), y de postergación legal a la hora de cobrar (art. 158 de la LC); así como, finalmente, la posibilidad de que la *sentencia de calificación* del concurso como culpable, pueda hacer responder total o parcialmente de las deudas no pagadas en la liquidación a los administradores o liquidadores de derecho o hecho de la sociedad concursada (art. 172.3 de la LC). En otros Estados miembros encontramos, con uno u otro alcance, mecanismos en parte semejantes o al menos con funciones análogas, como en Francia la ya clásica *acción de cobertura del pasivo (comblement du passif)* contra los administradores de sociedades insolventes, contemplada en el art. L. 624-3 del *Code de commerce*¹⁹; o el régimen de los *préstamos de los socios sustitutivos del capital social* en Alemania, doctrina de origen jurisprudencial luego establecida legalmente en la

¹⁷ Sobre este tema hay una copiosa literatura. En nuestra doctrina el mejor trabajo me sigue pareciendo el pionero de PAZ-ARES, “Sobre la infracapitalización de las sociedades”, en *ADC*, 1983, pp. 1587 y ss., si bien luego modificó alguno de sus puntos de vista en su posterior estudio “La infracapitalización. Una aproximación contractual”, en *RdS*, nº extraordinario, 1994, pp. 253 y ss.

¹⁸ En relación con esta doctrina, por todos, véase BOLDÓ, *Levantamiento del velo y persona jurídica en el Derecho Privado español*, 4ª ed., Cizur Menor 2006.

¹⁹ Véase GUYON, *Droit des affaires, 2, Entreprises en difficultés. Redressement judiciaire -Faillite*, 8ª ed., Paris 2001, pp. 424 y ss.

reforma de 1980 en el §32-a de su *GmbHG*²⁰; mecanismos ambos, por otro lado, que en parte han servido de inspiración al legislador español.

Pero estas soluciones nacionales se han llevado a cabo al margen de cualquier armonización comunitaria en la materia, lo que provoca en estos momentos desigualdades y asimetrías importantes entre los ordenamientos europeos, poco convenientes en la actual fase de construcción del mercado interior.

Por otro lado, y dentro también de esa convergencia hacia el modelo norteamericano, hay que resaltar la reciente implantación en la UE de nuevos estándares de contabilidad, a través de las llamadas *Normas Internacionales de Contabilidad* y de *Información Financiera* (NIC/NIIF), conforme a las cuales han venido obligadas a presentar sus cuentas consolidadas las sociedades cotizadas sometidas al ordenamiento de un Estado miembro a partir del ejercicio 2005²¹. Aunque la finalidad teórica de esta reforma contable ha sido favorecer la *comparabilidad* de la información financiera suministrada por las empresas europeas, fomentando la competencia entre los distintos mercados de capitales²²; de manera más realista parecen haberse impuesto las presiones de las empresas europeas que cotizan en los mercados estadounidenses, al objeto de que se les ahorren los costes que supone tener que presentar las cuentas bajo dos modelos o sistemas contables diferentes²³. Precisamente por eso, no debe extrañar que las NIC/NIIF, aunque inicialmente sean propuestas por una entidad independiente como es el *Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad* (CINC), y estén sometidas para su aplicabilidad en Europa a un previo filtro de aceptación por parte de la Comisión²⁴, respondan básicamente a los estándares contables del ámbito angloamericano, que han acabado por imponerse a nivel internacional.

²⁰ Véase GOETTE, *Die GmbH*, 2ª ed., München 2002, pp. 115 y ss.

²¹ Reglamento (CE) n° 1606/2002, del Parlamento Europeo y el Consejo de 19/7/2002, relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad y Reglamento (CE) n° 1725/2003 de la Comisión, de 29/9/2003, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n° 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo. Para una primera aproximación, véase SÁNCHEZ CALERO, F., "Alcance de la aprobación del Reglamento comunitario de aplicación de las normas internacionales de contabilidad a las sociedades cotizadas", en *RDBB*, n° 86, 2002, pp. 141 y ss.

²² Así se venía a decir en la Comunicación de la Comisión Europea de 13/06/2000, relativa a la estrategia de la UE en materia de información financiera: *el camino a seguir*, COM (2000), 359 final.

²³ Véase en este sentido lo que señala GONDRA "El nuevo rumbo del derecho de balances europeo: las opciones que se abren al legislador español", en *RdS*, n° 23, 2004, p. 23.

²⁴ La aplicabilidad de estas normas se hace depender por el art. 3 del Reglamento 1606/2002 de dos circunstancias: por un lado deben haberse adoptado por el CINC, y, por otro, debe haber

Pero con independencia de ello, y por lo que ahora más nos interesa, debe resaltarse como las NIC/NIIF responden a una concepción más dinámica de la contabilidad, que la tradicional europea continental, como pone de relieve el más mudable concepto de *valor razonable (fair value)*, para la valoración de activos, que se introduce de su mano, y que ya se ha trasladado a la reforma puntual de directivas contables²⁵ y normas españolas en la materia, en vigor y proyectadas. De ahí resulta, al menos en alguna medida, una cierta incompatibilidad de las nuevas NIC/NIIF con la concepción tradicional del capital social, fuertemente vinculada, como se ha dicho, a un sistema contable esencialmente estático, como ha venido siendo el continental europeo, en la medida en que se basaba en un *principio de prudencia valorativa* a valores históricos. Por otro lado, debe tenerse en cuenta que la valoración a precios de mercado, presenta el riesgo de un incremento de las plusvalías y por consiguiente reduce la fiabilidad del capital social como medio para verificar la situación patrimonial de la sociedad²⁶.

Todo ello aporta razones suplementarias para justificar la reforma del capital, so pena de mantener una dualidad de balances²⁷ o no extender la reforma a los balances individuales²⁸; opciones ambas que me parecen perturbadoras, y en todo caso contrarias a la finalidad clarificadora de la reforma contable²⁹.

Junto a todo ello, asimismo hay que tener en cuenta que en las legislaciones de sociedades de los Estados Unidos, aunque en distinto grado según Estados o modelos legales, se ha ido superando progresivamente la concepción tradicional del capital como cifra de retención, para impedir distribuciones indebidas a los socios, a la que también inicialmente respondía su legislación, con otras

una decisión sobre su aplicabilidad por la Comisión (ésta actúa en este punto asistida por un Comité de Reglamentación Contable según señala el art. 6 del Reglamento del Consejo 1606/2002). Esto último es lo que hace el ya señalado Reglamento de la Comisión 1725/2003.

²⁵ Modificaciones introducidas por las directivas 2001/65 y 2003/38, en la 4ª y 7ª directivas.

²⁶ Como señala MIOLA, "Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma nell diritto europeo delle società di capitali", en *Riv. Soc.*, 6, p. 1219.

²⁷ Opción defendida por EKKENGA, "Einzelabschlüsse nach IFRS –Ende der Aktien und GmbH-rechtlichen Kapitalerhaltung?", en *AG*, 11, 2006, pgs. 389 y ss.

²⁸ En la doctrina española GONDRA, ob. cit., .esp. pp. 40 y ss., aconseja al legislador español la no aplicación de las NIC al Balance individual, "en tanto se mantenga la vinculación funcional de éste con la protección del capital: (ya que) la idoneidad del Balance NIC para cumplir esta función es cuestionable" (p. 43).

²⁹ Así como a la menos expresa, y también señalada, razón de ahorrar costes a las empresas concernidas.

alternativas regulatorias como son la aplicación al caso de la doctrina de los *deberes fiduciarios* de los administradores o la utilización de *tests de solvencia*³⁰, que igualmente están influyendo sobre el debate europeo y, por consiguiente, contribuyendo de nuevo a que se repiense el capital desde otros parámetros. En este sentido, el *Informe Winter*, aconsejaba, en relación con el control de las distribuciones a los socios, la introducción de un régimen alternativo al del capital, basado en tests de solvencia: uno relativo al balance y al activo neto, y otro de liquidez o test de activo/pasivo a corto plazo, si bien dejando en manos de los Estados miembros su adopción final³¹.

Con todo, en toda esta materia debe procederse con gran cuidado. En primer lugar, en relación con la misma incorporación de los nuevos criterios de contabilidad, más flexibles ciertamente y acaso más idóneos, si se aplican con corrección, para expresar la llamada *imagen fiel*, pero por esta misma razón más lábiles y proclives a la manipulación que los tradicionales³². En segundo lugar, y en cuanto a la modificación del régimen del capital y/o su eventual sustitución por otra técnica alternativa, aún más si cabe, pues todavía no está claro que las opciones disponibles vayan a dispensar a socios y acreedores mayor protección que el viejo instituto del capital³³. La misma Comisión Europea, aunque animadora de la futura reforma, parece ser bien consciente de estos riesgos cuando señala en su indicada *Comunicación sobre modernización del Derecho de sociedades*, “que, antes de decidir la introducción de un nuevo régimen que se aleje radicalmente del régimen actual de mantenimiento del capital organizado por la Segunda Directiva,

³⁰ La evolución en la materia ha sido marcada principalmente por la *Model Business Corporation Act*, que abandonó el concepto legal de capital en 1980, teniendo también gran interés las soluciones del *California Corporation Code*. Véase ENRIQUES/MACEY, “Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale”, en *Riv. Soc.*, 1, 2002, pp. 93 y ss. y MIOLA, ob. cit., pp. 1264 y ss.. Un buen resumen de la evolución del Derecho norteamericano en la materia puede seguirse en ALEMÁN, *Función del valor nominal en las acciones. Una aproximación desde el derecho norteamericano*, Cizur Menor 2003, esp. pp. 84 y ss.

³¹ Ap. IV.4.b). La propuesta ha suscitado un interesante debate en la doctrina europea. Ad. ex. véanse, entre otros, para Francia, LE CANNU/PARLEANI, “Le financement du capital”, en *Rev. Soc.*, 1, 2005, pp. 13 y ss.; para Alemania, MERKET, “Der Kapitalschutz in Europa –ein rocher de bronze?”, en *ZGR*, 3-4, 2004, pp. 305 y ss., y para Italia, MIOLA, ob. cit., pp. 1199 y ss.. En España el trabajo ya cit. del Profesor GONDRA.

³² Así lo entienden también TORRENT/RIVERO/ALVARADO, “El Comité de Auditoría”, en *RDM*, nº 250, 2003, pp. 1666 y ss. Asimismo mostraba reticencias el llamado *Informe Aldama*, de enero de 2003, ap. II.1.2, señalando que en opinión de la Comisión redactora “los principios tradicionales de contabilidad basados en la prudencia valorativa no deberían ser abandonados a favor de unos valores de mercado o razonables, resultado siempre de apreciaciones subjetivas y sometidos a fuertes oscilaciones”.

³³ Véase en este sentido, especialmente, las consideraciones críticas de GONDRA, ob. cit., p. 47 y MIOLA, ob. cit., pp. 1308 y ss.

hay que estudiar de manera más profunda las características exactas del régimen alternativo considerado y apreciar mejor su capacidad para proteger eficazmente a accionistas y terceros. La Comisión tiene, por lo tanto, intención de iniciar a medio plazo un estudio sobre la viabilidad de una solución alternativa al régimen de mantenimiento del capital. Este estudio tendrá por objeto, en particular, definir las ventajas exactas aportadas por este nuevo régimen con relación a las normas de la Segunda Directiva modificadas a corto plazo”³⁴.

Mientras tanto, esta reforma puntual de la 2ª Directiva, debe considerarse como una cierta avanzadilla en la búsqueda de nuevos paradigmas, que de consolidarse podría acarrear a más largo plazo cambios más radicales de la concepción del capital y su función en Europa.

A la espera de esas reformas, el objetivo de este estudio es referirse a la reforma de la *asistencia financiera*, en mi opinión el aspecto central de la modificación limitada de la 2ª Directiva, y un interesante punto de prueba de la aplicabilidad de nuevos criterios de protección de socios y acreedores, más allá de la tradicional técnica del capital.

II.- LA REDACCIÓN ORIGINARIA DE LA 2ª DIRECTIVA.

La redacción originaria del artículo 23 de la 2ª Directiva, prohibía que las sociedades anónimas adelantasen fondos, concedieran préstamos o diesen garantías para la adquisición de sus acciones por un tercero; esto es, la asistencia financiera (*financial assistance*) para la adquisición de acciones propias. Era una prohibición cuasi absoluta de la que sólo se exceptuaban las operaciones corrientes de los bancos y las efectuadas a favor del personal de la sociedad o de una sociedad afín (sic)³⁵.

Este precepto formaba parte de una normativa más amplia referida a los *negocios sobre acciones propias*, contenida en los artículos 18 a 24 de la Directiva. El más característico de estos negocios –y el que nuclea de alguna manera toda la disciplina– es la *adquisición de acciones propias*. Esta última operación se regulaba

³⁴ Ap. 3.2.

³⁵ Sobre este régimen véase FORTUNATO, “Anticipación, prestiti o garanzie per l’acquisto di azioni proprie”, en Buttaro/Patroni (a cura di), *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, Milano 1984, pp. 427 y ss.

también en términos restrictivos, aunque de manera más generosa que la asistencia financiera, ya que se permitía que las sociedades adquirieran sus propias acciones en diversos casos y circunstancias (con autorización de la Junta General, dentro del límite del 10 % de capital, etc.)³⁶. La reforma de la 2ª Directiva, introduce precisamente nuevos elementos de flexibilización, incrementando por tanto el ámbito reconocido a estas operaciones.

La prohibición de la asistencia financiera, tal como estaba configurada en la redacción originaria de la 2ª Directiva, causaba *perplejidad*. Por un lado, no se entendía bien por qué se prohibía totalmente a las sociedades que prestasen asistencia financiera a un tercero para que adquiriera sus acciones, cuando, como se acaba de señalar, se las autorizaba a ellas mismas a adquirir directamente esas acciones bajo ciertas condiciones, siendo además estas adquisiciones directas aparentemente operaciones más graves o peligrosas.

Por otro lado –aunque aquí probablemente debido más a cómo se ha estado entendiendo la norma comunitaria, que a lo que ella misma decía–, se ha venido manteniendo un concepto de asistencia financiera a mi juicio excesivamente amplio. Esta amplitud podría conducir a su aplicación a operaciones societarias claramente lícitas, como, por poner un ejemplo límite, la emisión de acciones no desembolsadas por completo (al suscriptor se le está concediendo crédito por la sociedad en relación con los dividendos pasivos pendientes), aunque tal interpretación debiera descartarse por manifiestamente absurda. En otros casos, sin llegar a estos extremos, ha sido un obstáculo serio a operaciones que deberían tener reconocido un cierto ámbito de actuación, como sucede particularmente con los *leveraged buy-outs* (LBOs) o compras apalancadas de empresas, y su variante los *management buy-outs* (MBOs), ya que en ellas siempre de alguna manera es la entidad patrimonial de la sociedad la que está *facilitando financieramente* su compra por terceros³⁷.

Esta falta de delimitación conducía en la práctica a una prohibición que no tenía bordes y que obligaba a los asesores jurídicos de empresas a un ejercicio

³⁶ En relación con el contenido de la 2ª Directiva en este punto, véase VELASCO SAN PEDRO, *La adquisición por la sociedad emisora de sus propias acciones*, Valladolid 1985, pp. 157 y ss.

³⁷ Sobre las dificultades de encaje de estas operaciones en el Derecho español armonizado con el texto originario de la 2ª directiva, véase AURIOLAS, “Los *leveraged buy-outs* y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas”, en *RDBB*, nº 51, julio-septiembre de 1993, pp. 637 y ss.

profesional –si se nos permite utilizar esta expresión– bastante paranoico, que llevaba a examinar con gran cuidado todas las operaciones que implicasen una adquisición de acciones –incluso las más obvias–, para evitar incurrir en el terrible pecado de la asistencia financiera (sancionado en muchos Derechos internos como infracción administrativa –en España por el art. 89 de la LSA– e incluso penal)³⁸.

Este es el contexto que ha venido animando las numerosas voces que se han venido alzando para modificar este régimen, y que se han manifestado en diversas propuestas de reforma de la 2ª Directiva, hasta llegar a la materialización de la modificación que vamos a estudiar aquí.

En relación con esta reforma cabe ya adelantar que, como se verá más adelante, no se modifica el concepto de asistencia financiera, aunque quizás se debiera haber hecho, pero se flexibiliza su actual prohibición permitiendo que se preste cumpliendo determinados requisitos (en condiciones de mercado justas, con aprobación de la Junta general, etc). Pero para comprender el sentido de la nueva normativa promulgada, es conveniente referirse previamente al origen de la prohibición y a su fundamento.

III.- LOS ANTECEDENTES DE LA 2ª DIRECTIVA. EL ORIGEN HISTÓRICO DE LA PROHIBICIÓN.

El concepto de *asistencia financiera* es privativo del Derecho europeo, y no se maneja en el norteamericano, donde no se han cuestionado con carácter general la licitud este tipo de operaciones, en el marco de una práctica bastante extendida de LBOs, sobre todo a partir de los años 80, sin perjuicio de que estas operaciones, que en no pocas ocasiones han acabado en incumplimientos o quiebras, hayan tenido una cierta mala prensa³⁹. Cuando así ha sucedido, los problemas se han tratado de resolver por los tribunales aplicando institutos generales como el incumplimiento de *deberes fiduciarios* por parte de los administradores, o la

³⁸ De manera muy expresiva CHAN HO (“Financial Assistance After *Chaston* and *MT Realisations*: Deepsix the Doublethink”, en *Journal of International Banking Law*, 10, 2003, p. 424), comienza un artículo sobre esta materia señalando que “The opaque and illogical provisions on unlawful financial assistance under the Companies Act 1985 confuse students, exasperate lawyers, stump the scholar and have split the Court of Appeal in two recent decision...”.

³⁹ CARNEY (*Merger and Acquisition. Cases and materials*, New York 2000, p. 51) señala cómo de las 83 grandes operaciones que se produjeron entre 1985 y 1989, al menos 26 acabaron en incumplimientos y 18 en quiebra. Esto determinó un brusco declinar de estas operaciones en los 90, que sólo se ha recuperado en los últimos años (p. 52).

posible consideración de los pagos a accionistas como transmisión fraudulenta (*fraudulent conveyance*)⁴⁰.

En el Derecho comunitario europeo, la prohibición que se llevó al texto originario de la 2ª Directiva tenía una doble procedencia, inglesa e italiana.

A.- Antecedentes ingleses.

Los antecedentes ingleses son los que de manera más clara influyeron en la redacción originaria de la norma comunitaria⁴¹. La introducción de una prohibición de la asistencia financiera (*financial assistance*), fue recomendada en Gran Bretaña por el *Informe Greene* en 1926. En la primera posguerra mundial se había hecho frecuente que terceros adquiriesen la totalidad de las acciones de una sociedad (o un paquete de control) mediante un préstamo bancario, que se devolvía en su totalidad una vez consumada la operación y adquirido el control de la sociedad, con cargo a los fondos de ésta. En muchos casos la sociedad no podía hacer frente a este endeudamiento sobrevenido y terminaba quebrando. El Comité Greene pensaba que este tipo de maniobras financieras vulneraban, si no la letra, sí el espíritu de la doctrina establecida por la sentencia *Trevor v. Whitworth* de 1887, que había considerado ilícito que una sociedad adquiriera sus propias acciones⁴². La recomendación de este Comité fue tenida en cuenta, y la prohibición se introdujo en la legislación inglesa a partir de la *Companies Act* de 1929, siguiendo en la de 1948, de la que pasaría a la 2ª Directiva (aprobada después de la incorporación a la CEE de Gran Bretaña).

Conviene advertir, no obstante, que este régimen ha sido objeto de una importante contestación en la propia Gran Bretaña, donde se han producido algunos fallos judiciales polémicos. Debe destacarse, en este sentido, el *Informe*

⁴⁰ La aplicabilidad a estas operaciones de lo establecido en la *section 546 (e)* del *Bankruptcy Code*, en relación con la frecuente intervención de intermediarios financieros en las mismas, ha sido bastante controvertida con fallos contradictorios, a la espera de una reforma legal o un pronunciamiento del Tribunal Supremo. Sobre el estado de la cuestión en estos momentos, véase SPEISER/OLSEN/MINIAS/FINKELMAN, "Section 546 (e): Fifteen Years After Kaiser Steel, Still Open To Interpretation", en *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, junio de 2006, pp. 42 y ss.

⁴¹ Para el estudio de estos antecedentes ingleses, me remito a los minuciosos estudios de BAYONA, *La prohibición de asistencia financiera para adquirir acciones propias*, Cizur Menor 2002, pp. 39 y ss. Y VAQUERIZO, *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Madrid 2003, pp. 49 y ss

⁴² Estas operaciones no se regularán legalmente hasta 1980. Véase *Palmer's Company Law*, by SCHMITTHOFF, 24ª ed., London 1987, I, pp. 577 y ss.

Jenkins de 1962, que se manifestó muy críticamente con la norma –a menudo, se señalaba en el mismo, “castiga al inocente sin llegar a ser un serio inconveniente para el culpable”– y recomendó modificarla en una línea que –creo– en algún punto inspira la reforma comunitaria.

Estos criterios, sin embargo, no pasaron en aquel momento a la legislación inglesa, que siguió manteniendo durante bastantes años la primitiva regulación.

Posteriormente el ordenamiento inglés ha sido modificado en la *Companies Act* de 1981 y 1985, siguiendo en parte sugerencias del señalado *Informe Jenkins*. Concretamente, se introdujo una delimitación más precisa del supuesto de hecho de la asistencia financiera. En relación, específicamente, con las *private companies* (no afectadas por la 2ª Directiva, aplicable únicamente a las sociedades anónimas o *public companies*) se ha flexibilizado además la prohibición⁴³.

B.- Antecedentes italianos.

Fuera del Derecho inglés, antes de la 2ª Directiva sólo conocía una normativa semejante el ordenamiento italiano. Allí se había llegado a prohibir en el art. 2358 del *Codice civile* de 1942, la realización por la sociedad de préstamos a terceros para adquirir acciones propias.

Pero a esta disposición se llegó en Italia por un camino distinto al del Derecho inglés. Se trataba de un perfeccionamiento de la vieja prohibición de prestar con la garantía de acciones propias establecida desde el siglo XIX, configurándose como norma de cierre del sistema para evitar elusiones a la prohibición general de adquirir acciones propias.

Con anterioridad a la trasposición de la Directiva en Italia, esta norma fue objeto asimismo de crítica doctrinal, fundamentalmente en relación con el aspecto referido a los préstamos con garantía de acciones propias. Se cuestionaba la prohibición de estos préstamos con garantía, cuando se autorizaban los préstamos

⁴³ Véase *Palmer's Company Law*, cit., pp. 591 y ss.

a socios en descubierto, sin garantías. Asimismo el carácter absoluto de ambas prohibiciones, en contraste con la relativa de adquirir acciones propias⁴⁴.

IV.- EL DISCUTIDO FUNDAMENTO DE LA PROHIBICIÓN.

La crítica del régimen de prohibición cuasi absoluta de la asistencia financiera, se vincula en gran medida al análisis crítico de su *ratio legis*. De manera sintética, podemos decir que se ha tratado de fundamentar la prohibición en dos tipos de razones: unas en conexión con la adquisición de acciones propias y otras en relación con la misma asistencia financiera.

A.- En conexión con la adquisición de acciones propias.

Es indudable que históricamente la prohibición de la asistencia financiera se vinculaba, tanto en Gran Bretaña como en Italia, a la prohibición de adquirir acciones propias. Particularmente en Italia, como se acaba de indicar, su configuración obedeció a razones de cierre del sistema para evitar elusiones a la normativa sobre acciones propias.

Con todo este fundamento es bastante endeble y hoy en día tiende a ser rechazado en los trabajos doctrinales más recientes, que consideran que la asistencia financiera y la adquisición de acciones propias, aunque próximas, son operaciones distintas, con peligros y, en su caso, ámbitos de actuación amparables diferentes⁴⁵. En efecto, bajo ese punto de vista de asimilación de ambas operaciones, no se entiende bien por qué la asistencia financiera se prohíbe de forma cuasi absoluta, cuando la adquisición de acciones propias desde hace muchos años se permite en diversos casos y formas⁴⁶. Tampoco es coherente, desde esta perspectiva, sancionar la asistencia financiera con la nulidad de pleno

⁴⁴ En relación con estos antecedentes italianos, igualmente considerados de manera minuciosa en las obras citadas en la nota anterior, véase asimismo FORTUNATO, ob. cit., p. 428 y ss. y VELASCO SAN PEDRO, *La adquisición...*, cit., pp. 123 y ss.

⁴⁵ En nuestra doctrina, véanse particularmente las acertadas consideraciones de VAQUERIZO, ob. cit., pp. 232 y ss., con ulteriores referencias bibliográficas en el mismo sentido.

⁴⁶ Para el Derecho comunitario, véase el art. 19 de la 2ª Directiva, también afectado por la reforma que aquí se comenta, que introduce nuevos casos de autorización de la operación.

derecho⁴⁷. Si se tratase simplemente de aplicar la doctrina del *fraude de ley*, habría bastado con imponer las normas que se quieren eludir, en este caso las de la adquisición de acciones propias. Lo cual, por otra parte, habría conducido a permitir la prestación de asistencia financiera en los mismos casos y formas en que se permite adquirir acciones propias⁴⁸.

B.- Justificación autónoma.

Vista la endeblez de la anterior fundamentación, se ha tratado de descubrir una justificación propia. Aquí se han venido barajando básicamente tres tipos de razones.

1) Impedir abusos por parte de los administradores.

Una de las razones que se han esgrimido como fundamento de la prohibición, pone el acento en las posibilidades que ofrece la operación a los administradores para cometer abusos. En este sentido, se apunta su posible utilización como sistema para facilitar el acceso a la condición de accionistas de personas favorables (aparcamiento de acciones), o como mecanismo de defensa ante accionistas hostiles (anti OPA, etc.)⁴⁹.

2) Desviación de recursos sociales. Liquidación encubierta del patrimonio social.

En esta misma línea, también se ha indicado que la asistencia financiera supone una desviación (real o potencial) de recursos sociales. La sociedad en vez de utilizarlos para el desarrollo de su actividad, los compromete en una operación ajena al objeto social. Además, dependiendo de las condiciones de la asistencia financiera, su prestación puede llegar a ser equivalente a una liquidación

⁴⁷ Esta consecuencia en España se deduce del artículo 6.3 del Código civil, al ser el artículo 81.1 de la LSA, donde se contiene la prohibición de la asistencia financiera, una norma imperativa y prohibitiva

⁴⁸ Insisten en este argumento PAZ-ARES/PERDICES, *Los negocios sobre las propias acciones*, en URÍA/MENÉNDEZ/OLIVENCIA, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, IV, 2º, B, Madrid 2003, pp. 392-393.

⁴⁹ Por todos, véase PAZ-ARES/PERDICES, ob. cit., pp. 394-395, con ulteriores referencias bibliográficas.

encubierta, total o parcial, del patrimonio social, en beneficio del socio receptor de la misma⁵⁰.

Por otro lado, puede llegar a menoscabarse la garantía del capital social cuando la asistencia que se preste afecte al patrimonio vinculado, y, con independencia de ello, afectar asimismo a su solvencia si compromete la existencia de los recursos o de la liquidez precisos para desarrollar las actividades ordinarias de la compañía. Como ha dicho alguien, al final se trata de evitar que quien tenga el control de la compañía, acabe *depredando* la sociedad en su propio interés⁵¹.

3) Abusos de mercado.

Finalmente, también se señalan las posibilidades especulativas de la operación, ya que podría realizarse con el fin de manipular las cotizaciones bursátiles⁵². No obstante, este mismo objetivo se cumple ya por otras disposiciones del ordenamiento jurídico, como la normativa del mercado de valores relativa a los *abusos de mercado*, por lo que es cuando menos dudoso que la prohibición de asistencia financiera desempeñe una función relevante en esta cuestión.

C.- Recapitulación crítica.

Las razones que se acaban de señalar, pueden justificar la adopción de un régimen restrictivo para la asistencia financiera. Pero no sirven para fundamentar una prohibición absoluta o cuasi absoluta como la que se contenía en el texto originario de la 2ª Directiva. Por poner dos ejemplos, los abusos de los administradores pueden paliarse con requisitos como el previo acuerdo de la Junta General o que la operación se haga en condiciones de mercado. La desviación de recursos sociales con medidas como exigir que haya recursos libres suficientes, que impidan que acabe afectando a la cobertura del capital, y que la sociedad pueda mantener su solvencia.

⁵⁰ En este sentido, VAQUERIZO, ob. cit., pp. 316 y ss.

⁵¹ En este sentido PAZ-ARES/PERDICES, ob. cit., pp. 399-400.

⁵² En este sentido, véase FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, *La asistencia financiera para la adquisición de acciones/participaciones propias*, Granada 2001, pp. 73 y ss.

Por otro lado, como ya se indicó, la prohibición absoluta ha sido un obstáculo a operaciones como los LBOs, que deben tener razonablemente reconocido un cierto ámbito de realizabilidad. No debemos olvidar, en este sentido, que estas operaciones facilitan la transmisión de empresas, introduciendo flexibilidad en la reasignación de los recursos productivos, que es un aspecto esencial para el mantenimiento de la competitividad de las empresas, en particular, y de la economía nacional, en general. Por otro lado, estas operaciones pueden tener también una dimensión social: su utilización para favorecer la transmisión de acciones al personal de la empresa (esta finalidad, no obstante, se hizo relevante por la redacción originaria de la Directiva comunitaria, ya que se configuraba una excepción para la asistencia financiera al personal de la empresa).

V.- ANTECEDENTES DE LA REFORMA DE LA 2ª DIRECTIVA.

El régimen establecido originariamente por la 2ª Directiva para la asistencia financiera, o lo que es lo mismo, los diferentes regímenes nacionales de trasposición de la Directiva, han sido objeto de una crítica generalizada. Esta ha sido especialmente intensa en Gran Bretaña, patria de la institución. Los argumentos fundamentales son los que se han expuesto anteriormente⁵³.

No debe por ello extrañar que, cuando se ha planteado reformar la 2ª Directiva, siempre se haya considerado la conveniencia de modificar el régimen de la asistencia financiera. Estas propuestas, concretamente, se han planteado en tres momentos sucesivos: Propuesta SLIM de 2000, Propuesta SLIM plus de 2002 y Propuesta de la Comisión de nueva Directiva reformando la 2ª, de 2004⁵⁴, que se ha llevado con algunas modificaciones al texto definitivo de la nueva Directiva 2006/68.

Si hubiera que decir algo común de estas propuestas es que todas ellas tratan de flexibilizar la prohibición cuasi absoluta del texto originario. Sin embargo, las propuestas se han hecho paulatinamente más rigurosas, de manera que

⁵³ En relación con esta cuestión, por todos, véase FERNÁNDEZ DEL POZO, "Revisión crítica de la prohibición de asistencia financiera (art. 81 TRLSA)", en *RdS* nº 3, 1994, pp. 169 y ss., con ulteriores referencias bibliográficas.

⁵⁴ De 21/9/2004, COM (2004) final. Sobre esta propuesta, véase ALONSO LEDESMA, "Propuesta de modificación de la 2ª Directiva de sociedades relativa a la constitución de la Sociedad Anónima y al mantenimiento y modificación de su capital", en *RdS* nº 24, 2005, pp. 511 y ss.; en relación con lo que aquí nos interesa, pp. 520-521.

finalmente la flexibilización ha sido mucho menor que la que se proponía inicialmente; lo cual pone de relieve una sensibilización progresiva a los peligros que después de todo siguen encerrando estas operaciones.

En el proceso SLIM (de simplificación de la legislación comunitaria) de 2000, se proponía prohibir la asistencia financiera únicamente en dos casos: cuando superase el límite del activo neto disponible o afectase a la suscripción de nuevas acciones.

La propuesta SLIM plus, en el marco del llamado *Informe Winter*, recomendaba mantener la prohibición de asistencia financiera, pero autorizando esta operación cuando se dieran dos requisitos:

1º) Dentro del límite de las reservas distribuibles.

2º) Con acuerdo de la Junta General autorizando al órgano de administración, por un periodo máximo de cinco años y con reforzamiento del derecho de información de los accionistas.

VI.- EL NUEVO RÉGIMEN DE LA ASISTENCIA FINANCIERA.

A.- Generalidades. El concepto de asistencia financiera.

La idea de fondo de la reforma de la 2ª Directiva en materia de asistencia financiera, es claramente, como ya se ha indicado, flexibilizar su régimen, permitiendo a las sociedades anónimas⁵⁵ un margen de actuación en este punto, hasta este momento teóricamente inexistente. Sobre todo parece haber pesado la idea de no obstaculizar indebidamente LBOs o MBOs útiles⁵⁶.

Con ello no quiero decir, sin embargo, que en la práctica no hubiera hasta ahora en Europa ninguna posibilidad de actuación en este punto (y por tanto de hacer

⁵⁵ En este punto la 2ª Directiva va a seguir siendo como antes de la reforma una directiva únicamente aplicable a las sociedades anónimas o por acciones, quedando fuera las sociedades limitadas.

⁵⁶ Esta parece ser la idea que ha venido animando fundamentalmente la reforma del régimen de la asistencia financiera desde las primeras propuestas del Grupo SLIM, como señaló en su momento su Presidente WYMEERSCH. Véase ALONSO LEDESMA, ob. cit., p. 520.

LBOs o MBOs⁵⁷). A las excepciones ya reconocidas en la Directiva, y que se siguen manteniendo en relación con las operaciones corrientes de los bancos y la participación del personal de la empresa⁵⁸, hay que unir los grupos de casos que por vía interpretativa se han acabado considerando admisibles por doctrina y jurisprudencia consolidadas, ya por estimarse que no responden al concepto técnico de asistencia financiera⁵⁹, ya por entender que quedaban fuera de la *ratio legis* de la disciplina⁶⁰.

Como también se ha apuntado, en el régimen finalmente adoptado, bastante más estricto que el de las primeras propuestas, se han tenido bien presentes los peligros inherentes a estas operaciones, que se manifiestan a través de los diversos requisitos a que se las someten en el nuevo art. 23.1 de la 2ª Directiva introducido por la reforma.

Con independencia de que por el legislador comunitario se haya hecho un balance de aspectos favorables y perjudiciales de estas operaciones, llegando a un cierto punto de equilibrio, que desemboca en el reconocimiento del ámbito de actuación que se ha estimado más adecuado, la normativa resultante parece estar inspirada, en este punto, tanto en el debate habido en el Reino Unido (fundamentalmente en el *Informe Jenkins*⁶¹), como en alguna de las soluciones norteamericanas utilizadas para descubrir el carácter patológico de operaciones que en Europa serían

⁵⁷ En relación específicamente con estas operaciones, en la doctrina española, véase AURIOLES, ob. cit., passim y VAQUERIZO, ob. cit., pp. 412 y ss.

⁵⁸ Art. 23.2 de la 2ª Directiva no afectado por la reforma.

⁵⁹ En relación con estos aspectos, debe destacarse en particular la consideración por parte de la doctrina más extendida, que para caer dentro del ámbito de la asistencia financiera es necesario que haya una *intencionalidad* de las partes, en el sentido de que la asistencia responda a la intención común de las partes de facilitar la adquisición de acciones propias. En este sentido, en la doctrina española, VÁZQUEZ, *Régimen jurídico de la autocartera*, Madrid 1995, pp. 486 y ss.; BAYONA, ob. cit., p. 307 y ss.; VAQUERIZO, ob. cit., pp. 477 y ss.; PAZ-ARES/PERDICES, ob. cit., p. 421 y ss. (estos autores, aceptando de alguna manera la doctrina inglesa de las *purpose exceptions*, hablan de que la adquisición debe ser el “propósito común y determinante” de las partes) y, si no he entendido mal, FLORES, *Adquisición de acciones financiada por la sociedad*, Madrid 2000, pp. 228 y ss.

⁶⁰ Dentro de estos esfuerzos racionalizadores, debe destacarse en nuestra doctrina la excelente aportación de VAQUERIZO, ob. cit. pp. 41 y ss, que considera que la concurrencia de los requisitos de tipificación constituirían una mera presunción *iuris tantum* de ilegalidad de la conducta, que podría desactivarse mediante la prueba de que el supuesto no supone una amenaza para los intereses protegidos por la norma

⁶¹ Sobre este debate, véanse las referencias detalladas de BAYONA, ob. cit., pp. 47 y ss. y VAQUERIZO, ob. cit., pp. 58 y ss.

asistencia financiera, en cuanto infracción de deberes fiduciarios por parte de los administradores o causa de la insolvencia de la sociedad⁶².

La técnica utilizada por la Directiva, sin embargo, no supone necesariamente que este tipo de operaciones tengan que ser autorizadas por las legislaciones de los Estados miembros. La regla que en este sentido se planteaba en la propuesta de Directiva de 2004⁶³, se ha sustituido en el texto finalmente aprobado por una fórmula compatible con el mantenimiento de una prohibición cuasi absoluta de estas operaciones. Sólo cuando se considere oportuno permitir este tipo de operaciones, tendrían que sujetarse a los requisitos establecidos en el nuevo art. 23.1⁶⁴. Parece, por tanto, que será opción de los legisladores nacionales continuar con la prohibición total de estas operaciones, salvo las excepciones ya señaladas de las operaciones corrientes de los bancos y la financiación al personal de la empresa⁶⁵, o bien introducir los elementos de flexibilización de la Directiva.

No está claro si, como se hacía expresamente en relación con las acciones propias en el primitivo art. 19.1 de la 2ª Directiva⁶⁶, sería también opción de los legisladores nacionales establecer una situación intermedia entre el mantenimiento de la prohibición total, y el nuevo ámbito que resulta de los requisitos que se establecen, añadiendo, por ejemplo, nuevas exigencias que restrinjan más su realización. La textualidad de la norma parece indicarnos que esto no es posible. No obstante, aplicando el viejo principio de que “quien puede lo más, puede lo menos”, no se ve razón seria para impedir que la legislación de un Estado miembro, que puede prohibir totalmente la operación, opte por un

⁶² Apunta este último aspecto ALONSO LEDESMA, ob. cit., p. 520.

⁶³ La propuesta de 2004 señalaba en el proyectado art. 21.3 que “una sociedad no podrá adelantar fondos... (etc.), salvo que estas operaciones estén sujetas por la legislación nacional a las condiciones enunciadas en los párrafos segundo a quinto”.

⁶⁴ El nuevo art. 21.3 dice ahora que “cuando la legislación de un Estado miembro permita a una sociedad, directa o indirectamente, adelantar fondos... (etc.), estas operaciones estarán sujetas a las condiciones enunciadas en los párrafos segundo, tercero, cuarto y quinto”.

⁶⁵ Quiero ello decir que los Estados miembros, entre ellos el español, podrían optar por mantener invariada su actual regulación de la asistencia financiera, aunque desde un punto de vista de política jurídica, en atención a las razones que se ha visto, ello no sea adecuado.

⁶⁶ Este precepto señalaba que “cuando la legislación de un Estado miembro permita a una sociedad adquirir sus propias acciones... someterá estas adquisiciones *al menos* a las siguientes condiciones”. Esta precisión ha desaparecido del nuevo precepto que indica ahora que “... los Estados miembros podrán permitir que una sociedad adquiera sus propias acciones... En caso de que se permitan estas adquisiciones, *los Estados miembros las supeditarán a las siguientes condiciones...*”

régimen permisivo pero de menor alcance que el previsto en el texto de la Directiva.

En otro orden de consideraciones, debe destacarse que la nueva redacción no parece alterar en lo esencial la delimitación del *concepto de asistencia financiera*. Se siguen utilizando exactamente los mismos términos, para referirse a la operación como “adelantar fondos (por la sociedad), conceder préstamos o dar garantías para la adquisición de sus acciones por un tercero”, que se empleaban en la redacción originaria. Sólo se realiza una cierta ampliación de su ámbito al referirse ahora a la prestación “directa o indirectamente” de dicha asistencia financiera, introduciendo una precisión que no estaba en la anterior redacción, pero que, en todo caso, dado los conceptos tan amplios que venían utilizándose en la anterior norma, seguramente ya estaban comprendidos en el primitivo concepto legal, y que como mucho pueden servir para confirmar el carácter extraordinariamente amplio del concepto legal de asistencia financiera en el Derecho comunitario europeo⁶⁷.

En este punto me parece que la reforma no ha sido plenamente acertada. Como advertía anteriormente, los términos establecidos para la delimitación de lo que es asistencia financiera son excesivamente amplios, máxime si se tiene en cuenta la tendencia todavía más ampliatoria que ha acabado prosperado en la interpretación de la norma⁶⁸. Se debería haber aprovechado la ocasión para limitar el alcance de

⁶⁷ Los términos sumamente amplios que utilizaba el art. 23.1 de la 2ª Directiva (y que son exactamente los mismos que se emplean ahora), conducían a considerar encuadrables en el supuesto de hecho de la prohibición de asistencia financiera, no sólo los *préstamos* y las *garantías* en sentido técnico, sino cualquier otra operación que económicamente fuera equivalente: respecto al *préstamo*, por ejemplo, la apertura de crédito, los descubiertos en cuenta corriente o facilidades de caja, etc.; en relación con las *garantías*, por ejemplo, las firmas de favor, el seguro de caución, etc.. (por todos, véase PAZ-ARES/PERDICES, ob. cit., pp. 402 y ss.). En esta misma línea ampliatoria, debía entenderse sometida a la prohibición cualquier otra operación que condujera a que la adquisición de las acciones se realizase en todo o en parte, a costa del patrimonio social, como las donaciones, o, en las ventas de acciones propias, las rebajas de precio o, en general, el otorgamiento de condiciones más favorables que las de mercado (véase BAYONA, ob. cit., pp. 284, que además de la donación, considera dentro del supuesto cualquier “liberalidad” de la sociedad frente al tercero).

El concepto era tan extenso que, como ha venido observando la doctrina y se ilustra en algunas resoluciones de tribunales, caerían dentro de la prohibición operaciones que, en principio, podríamos considerar bastante alejadas del supuesto de hecho básico de la norma, como en particular la compra de bienes innecesarios o a precios favorables, cuando se hace con el propósito de proporcionar al vendedor la liquidez necesaria para adquirir acciones propias o estimular dicha adquisición (véanse FLORES, ob. cit., p. 167; BAYONA, ob. cit., pp. 290-291 y PAZ-ARES/PERDICES, ob. cit., p. 434).

⁶⁸ Esta tendencia ampliatoria se ha llevado al extremo en la legislación española donde se introduce una cláusula general de cierre del sistema en el art. 81.1 de la LSA (siguiendo la propuesta de PAZ-ARES, “Negocios sobre las propias acciones”, en AA.VV., *La reforma del Derecho*

la definición, excluyendo de entrada supuestos que claramente no merecen ser prohibidos o controlados desde esta perspectiva. En este sentido, por ejemplo, se podría haber seguido la vía sugerida por la legislación inglesa al establecer las denominadas *purpose exceptions*⁶⁹, acaso perfeccionada para evitar algunas incertidumbres⁷⁰

B.- Requisitos de admisibilidad de la operación.

En los apartados 2 a 5 del nuevo art. 23.1 de la 2ª Directiva se establecen diversos requisitos que harían lícita la asistencia financiera prestada por una sociedad a un tercero para adquirir sus acciones, y que consisten sintéticamente en: (1) que se preste en condiciones de mercado justas, (2) que se apruebe por la Junta General de accionistas, y (3) que no afecte al patrimonio vinculado. A ellos debe añadirse la regla que sobre el conflicto de intereses se establece en el nuevo art. 23 bis. La propuesta de Directiva, por su parte, introducía un ulterior requisito referido al mantenimiento de la solvencia y liquidez de la sociedad durante cinco años, que se eliminó del texto finalmente aprobado. Todo ello se examina a continuación.

1) Condiciones de mercado justas. Transmisión de acciones propias y suscripción de acciones de la sociedad.

La primera condición que exige el nuevo art. 23.1.2º de la 2ª Directiva es que la asistencia financiera se preste en *condiciones de mercado justas*. Concretamente se señala que “las transacciones deberán tener lugar bajo la responsabilidad del órgano de administración o de dirección en condiciones de mercado justas, especialmente respecto del interés y de las garantías que la sociedad recibe por los préstamos y anticipos citados en el párrafo primero”.

español de sociedades de capital, Madrid 1987, p. 602), que señala 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”.

⁶⁹ Como señala VAQUERIZO, ob. cit., p. 478, “las *purpose exceptions*... establecen, resumidamente, que a la sociedad no le está prohibido prestar asistencia financiera para la adquisición de sus acciones o de acciones de su sociedad dominante por un tercero cuando el *propósito principal* del acto o negocio de financiación no sea el de facilitar dicha adquisición o bien, si concurriese tal propósito, constituya éste sólo una parte incidental de un *propósito mayor* de la sociedad, y en todo caso siempre que la asistencia se preste de buena fe en interés de la sociedad misma”.

⁷⁰ Véase VAQUERIZO, ob. cit., pp. 479 y ss.

Este primer requisito merece diversos comentarios. De entrada obsérvese cómo la norma *atribuye la responsabilidad* en relación con la celebración de cualquier transacción que suponga asistencia financiera al órgano de administración o de dirección de la sociedad. Aunque en un ulterior requisito se exija la autorización previa de la Junta General para poder prestar asistencia financiera, parece claro que la iniciativa para llevar a cabo esta clase de operaciones reside para la Directiva en la administración social⁷¹, no sólo en cuanto a su realización propiamente dicha, sino en cuanto al establecimiento de las condiciones económicas en las que se prestará dicha asistencia financiera, y que en la mayor parte de las situaciones exigirá negociaciones o tratos preliminares con la contraparte o contrapartes⁷².

En cualquier caso, la utilización por el precepto del término “responsabilidad”, pone de relieve que no sólo estamos ante un tema que afecta a la atribución de competencias, sino a la *responsabilidad civil de los administradores*. Aunque la responsabilidad civil de los administradores en estos temas tendrá que ser valorada, debido a la falta de armonización comunitaria en este punto, de conformidad con lo que establezca el Derecho nacional que resulte aplicable, la norma viene a expresar con claridad que la previa autorización de la Junta que luego se exige en el nuevo art. 23.1.3º de la 2ª Directiva, no provocaría por sí misma su exoneración, en un sentido semejante a como, en el Derecho español, sucede con la aprobación de las cuentas anuales por la Junta, que, como señala el art. 134.3 de la LSA, ni impide el ejercicio de la acción social de responsabilidad, ni supone la renuncia de la acción acordada o ejercitada.

⁷¹ La alternativa que hace la norma entre órgano de administración y de dirección, va dirigida sin duda a distinguir entre sociedades con sistema de administración monista (órgano de administración), y de administración dual (órgano de dirección).

⁷² La redacción de la propuesta era más explícita en este punto señalando que “las transacciones deberán tener lugar por *iniciativa* y responsabilidad del órgano de administración o dirección.. (etc.)”. La supresión del término “iniciativa” en la redacción finalmente aprobada, no creo que tenga ningún valor especial; en particular no creo que pueda interpretarse en el sentido de que la Junta General pueda adoptar acuerdos de asistencia financiera sin que ello haya sido propuesto por la administración de la sociedad. Por un lado, debe tenerse en cuenta que estamos ante transacciones, como préstamos, dación de garantías, compraventas, etc., que son actos típicos de gestión, reservados a la administración social y en los que no puede inmiscuirse la Junta (en el Derecho español, véase el art. 129 de la LSA). Por otro lado, la Junta General requiere convocatoria y no puede adoptar por regla general acuerdos sobre asuntos que no figuren en el orden del día, facultades ambas, la de convocar y fijar el orden del día, que además recaen de ordinario en la administración social (para el Derecho español véanse los arts. 97 y 100 de la LSA).

Con independencia de este juego de competencias entre órganos, materialmente se va a exigir a las transacciones, para que resulten jurídicamente admisibles, que se realicen en condiciones de *mercado justas*. Esta exigencia tiene claramente la finalidad de política jurídica de impedir que, a través de este tipo de operaciones, se pueda producir una liquidación encubierta total o parcial del patrimonio social, en favor del beneficiario de la asistencia financiera, que es una de las razones que, como se dijo, sirven de justificación, sino a una prohibición absoluta de la asistencia financiera, sí de aquellas operaciones concretas que conduzcan a este resultado.

En el marco de esta finalidad, realizar la transacción en condiciones de mercado justas, significa que por la prestación que sale del patrimonio social para facilitar la asistencia financiera, ha de entrar como contrapartida una contraprestación en dichas condiciones.

¿Qué hay que entender “por condiciones de mercado justas”? Se trata sin duda de un concepto indeterminado que habrá que concretar en función de las circunstancias de cada caso, pero teniendo siempre como regla de medida las contraprestaciones que habría señalado el libre funcionamiento del mercado en similar situación. Sin embargo, hay que matizar que como lo que la norma quiere es evitar un perjuicio para la sociedad, cumplirían también con este requisito operaciones que no sean a condiciones de mercado justas, siempre que estas sean más beneficiosas para la sociedad (por ejemplo, obtención por la sociedad que realiza un préstamo de mayores intereses de los normales del mercado). En todo caso, la regla descarta que la sociedad preste la asistencia financiera sin recibir contraprestaciones a cambio, mediante una donación o cualquier otro tipo de transferencia gratuita, pues el mercado sólo conoce transacciones onerosas.

Si se trata de transacciones realizadas a partir de *contratos de cambio* (como la compraventa o la permuta), lo señalado supondrá que la operación tiene que hacerse a *precios o valores de mercado*. En este punto, la norma va a servir, además, para discriminar supuestos anteriormente dudosos, como la adquisición por la sociedad de bienes a una persona que luego deviene socio. Al amparo de la nueva norma merecería la consideración como supuesto de asistencia financiera prohibida cuando se realice a precios favorables para aquella persona, según venía entendiéndose ya la doctrina al interpretar el Derecho anterior, en atención a la *ratio*

legis de la disciplina, y siempre naturalmente que se den los demás requisitos estructurales y causales para que podamos hablar de asistencia financiera⁷³.

Cuando se trata de operaciones que impliquen *préstamos* o *anticipos* a cargo de la sociedad, la norma exige expresamente que estas condiciones se den en cuanto a los *intereses* y las *garantías*, se entiende que a pagar o conceder a la sociedad. Siguiendo la misma línea interpretativa que ha prosperado respecto al concepto de asistencia financiera⁷⁴, y en atención además al contexto en el que se produce la exigencia de condiciones de mercado justas, habrá que entender que esta precisión es aplicable a cualquier operación que implique la *concesión de crédito por parte de la sociedad*, y no solo a los préstamos o anticipos⁷⁵, como pudiera ser, por ejemplo, una venta con precio aplazado. En cualquier caso, significa que la transacción tendrá que responder a las condiciones ordinarias del mercado para ese tipo de operaciones, en cuanto a intereses y garantías, así como respecto a otras condiciones de transacción, aunque la norma no lo mencione (basta para ello la cláusula general de condiciones de mercado justas)⁷⁶. Lo que jugará no sólo respecto a su oportunidad, sino también en relación a su tipo y cuantía. En relación con el primer aspecto, habrá que pagar intereses y/o facilitar garantías a la sociedad, si así se viene haciendo ordinariamente en el mercado en operaciones análogas⁷⁷. En cuanto al segundo, habrá que valorar conforme al mismo criterio el importe de los intereses (tasa), periodo de devengo, garantía admisible (real, personal...) e importes.

Para este tipo de operaciones a crédito, el nuevo art. 23,1,2º añade además la precisión de que “la situación crediticia del tercero o, en caso de transacciones multipartitas, de cada una de las partes deberá haberse investigado debidamente”.

⁷³ En este sentido, FLORES, op. cit., p. 167; BAYONA, ob. cit., pp. 290-291 y PAZ-ARES/PERDICES, ob. cit., p. 434.

Una operación de este tipo fue cuestionada en España por algunos medios periodísticos, en relación con la adquisición por una importante sociedad constructora española, de terrenos a terceros, a precios favorables para éstos, que posteriormente adquirieron acciones de dicha sociedad en aquel momento objeto de una OPA hostil, que acabó fracasando al parecer por esta circunstancia (véase en el semanario *Tiempo*, nº 1198, de 18/4/2005, pp. 16 y ss.).

⁷⁴ Véase lo señalado en la nota 67.

⁷⁵ Aunque este término no tiene un significado técnico preciso en el Derecho español, sí lo tiene en otros ordenamientos, como el italiano, donde con este nombre (*antizipazione*) se contempla una determinada operación bancaria (arts. 1846 y ss. del *Codice civile*).

⁷⁶ Por ejemplo, en los préstamos, en relación con su plazo de vencimiento.

⁷⁷ La analogía en todo caso ha de buscarse no con otras operaciones de asistencia financiera, sino con la tipología básica a la que responda la transacción: préstamos, compraventas, etc.

La norma trasluce la preocupación de que las posibilidades de reintegrarse de la sociedad no sólo sean suficientes sobre el papel, sino que además sean las materialmente adecuadas, conforme a criterios de mercado, teniendo en cuenta la solvencia del deudor. Parece que aquí no sólo habría que investigar patrimonios (bienes, endeudamiento, liquidez...), sino también tener en cuenta la reputación de los obligados como deudores (si son o no morosos con cierta habitualidad, etc.). La norma, sin embargo, creo que más que a investigar con exhaustividad estos aspectos, obligaría a la sociedad (a la administración social) a pedir garantías suplementarias a su contraparte cuando no resulten acreditadas las indicadas circunstancias (porque no se investiga al deudor, o no se le puede investigar por las razones que sea, etc.).

Por último, tiene también que ver con el requisito que estamos considerando, la disposición que introduce el nuevo párrafo 5º del art. 23.1 de la 2ª Directiva, cuando señala que “cuando un tercero adquiera acciones propias de una sociedad en el sentido del artículo 19, apartado 1, o suscriba acciones emitidas en el curso de una ampliación del capital suscrito mediante la asistencia financiera de dicha sociedad, la adquisición o suscripción deberá hacerse mediante un precio justo⁷⁸”.

Personalmente me parece una norma que da más problemas que soluciones. Plantea dudas, en primer lugar, en cuanto a su *ámbito subjetivo*. La norma sólo habla de adquisición o suscripción de acciones por un “tercero”. ¿Tendrán también esta consideración las que puedan efectuar personas que ya son socios? En mi opinión, a la mejor inteligencia de la norma conviene que cuando la adquisición o suscripción resulte del ejercicio por socios de sus derechos como tales, haya que excluirlos de su ámbito de aplicación, pues sino podríamos llegar al absurdo de entender prohibidas operaciones perfectamente lícitas y aun obligadas, como son la entrega gratuita de acciones a los socios en los aumentos de capital con cargo a reservas⁷⁹. Ciertamente que también pueden producirse en estas operaciones abusos, pero éstos pueden y deben resolverse por otros mecanismos más directos,

⁷⁸ En relación con la utilización del término “precio justo”, como observa ALONSO LEDESMA, ob. cit., p. 521, la versión castellana de la Directiva no se atiene a la terminología utilizada en la versión inglesa, “fair price”, que habitualmente, y en conexión con la aplicación de los nuevos criterios contables a los que me refería en el ap. I de este trabajo, se ha venido traduciendo por “valor razonable”.

⁷⁹ En el fondo estamos aquí trayendo a colación la vieja distinción entre la actuación del socio como tal socio y como tercero. Sobre este tema véase mi trabajo VELASCO SAN PEDRO, “Acciones propias e igualdad de los accionistas (cuestiones de Derecho de sociedades y de Derecho del mercado de valores)”, en VELASCO SAN PEDRO, *Negocios... cit.*, pp. 1003 y ss. (originariamente publicado en *RdS* nº 2, 1999).

aplicando las reglas de los correspondientes derechos (asignación gratuita de acciones, suscripción preferente...) ⁸⁰.

También se plantean dudas en cuanto al *ámbito objetivo*. Respecto a la *suscripción de acciones*, el texto definitivo ha añadido una matización que faltaba en la propuesta de Directiva, precisándose ahora que la regla se aplica al “capital suscrito mediante la asistencia financiera” de la sociedad. Parece que ello excluiría de la norma la suscripción de acciones que no implique asistencia financiera. ¿Pero cuáles son esos casos? No es fácil precisarlo. Por ejemplo, si quedan aportaciones pendientes en el momento de la suscripción, cosa que permite la misma Directiva ⁸¹, formalmente al menos estaríamos ante un caso de asistencia financiera, aunque materialmente parecería más adecuado de nuevo resolver los problemas de abusos que se planteen en un marco más próximo, en este caso en el de los aumentos de capital, que en el más alejado de la asistencia financiera. Así las cosas, y para evitar el riesgo de solapamiento de disciplinas, considero que lo adecuado sería considerar aplicable sólo la norma que estamos considerando a aquellos supuestos en los que se conceda a los suscriptores facilidades financieras por parte de la sociedad que no estén comprendidas en las directamente previstas en la normativa regular del aumento de capital, que habría que estimar de aplicación preferente y excluyente ⁸²

⁸⁰ En relación con los problemas de la venta de acciones propias a socios, véase lo que indicaba en mi trabajo VELASCO SAN PEDRO, “Acciones...” cit., pp. 134 y ss.

⁸¹ Art. 9 de la 2ª Directiva.

⁸² Para ilustrarlo con ejemplos. Si la sociedad presta dinero para suscribir las nuevas acciones, formalmente desembolsadas de contado, se aplicaría la normativa de asistencia financiera. En cambio, si se suscriben acciones por un socio o tercero, en el marco de un acuerdo que excluya el derecho de suscripción preferente de los demás socios, habría que seguir las reglas de los aumentos de capital. Obsérvese que esas reglas impedirían también la suscripción a precios no justos por el tercero o socio, pero sería como consecuencia de la aplicación de la disciplina de los aumentos, no de la asistencia financiera.

Por otro lado, apoyaría también la postura que mantenemos en el texto, la circunstancia de que en la propuesta de Directiva, se indicaba que la finalidad de la disposición que estamos comentando era “evitar la dilución de las participaciones existentes”. Había aquí, a mi juicio, una confusión indebida entre las finalidades de las normas de asistencia financiera, que son las que hemos reseñado en el ap. III, y las de los aumentos de capital, entre las que, entre otras, está evitar la dilución o, por un utilizar un término más clásico entre nosotros, el agumamiento del capital [sobre este problema, me remito al tratamiento clásico de SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción preferente del accionista*, Madrid 1973 (vuelto a reimprimir en 1990), pp. 74 y ss.]. Al haberse suprimido esta referencia de la propuesta, parece reconocerse que la finalidad de las normas de asistencia financiera son distintas, por lo que los eventuales problemas de agumamiento deben resolverse en la sede correspondiente, que no es otra que la del aumento de capital.

2) Aprobación previa de la Junta General de accionistas.

Como segundo requisito, el nuevo art. 23.1.3º de la 2ª Directiva va a exigir la aprobación previa de la Junta General. Concretamente la norma indica que “el órgano de administración o de dirección deberá presentar las transacciones, para su aprobación previa, a la junta general que actuará de conformidad con las normas de quórum y de mayoría establecidas en el artículo 40”.

Supone esta condición, como ya se ha indicado anteriormente, que aunque la iniciativa de realizar transacciones que supongan asistencia financiera, como la propia norma reconoce, corresponde al órgano administrativo de la sociedad, estas transacciones tienen que ser aprobadas previamente por la Junta General de accionistas. Este requisito obedece, con toda evidencia, al planteamiento de precaver abusos por parte de los administradores, lo que si no siempre se consigue por la vía de dar más poder a los accionistas –que no todas las veces utilizan en la práctica (me refiero obviamente a las sociedades cotizadas, donde la Junta General frecuentemente no ejerce su papel con efectividad)–, puede conseguirse indirectamente a través de la publicidad y transparencia que supone llevar estas cuestiones a la Junta (muchos desatinos no se cometerían si sus autores hubieran sabido que se iban a conocer).

Claramente se trata de una aprobación caso a caso y con anterioridad a la realización de cada concreta operación, y aquí hay una diferencia importante con otras autorizaciones previas al órgano administrativo como, por no ir más lejos, la autorización para adquirir acciones propias que se establece en el artículo 19.1.a) de la 2ª Directiva⁸³. Por otro lado, no podrá sustituirse por una autorización general para realizar estas operaciones –aunque sí se puedan llevar varias operaciones a una misma Junta–, ni por una autorización estatutaria en el mismo sentido⁸⁴.

¿La aprobación es, además, vinculante para los administradores? No está claro en la literalidad de la norma. Con todo, habida cuenta de que estas operaciones, por su estructura (préstamos, garantías, compraventas) son típicos actos de gestión, y de que es responsabilidad de los administradores, como ya se ha visto, la

⁸³ Una autorización de este tipo es la que se sugería en la propuesta SLIM plus.

⁸⁴ Así lo entendía también en relación con el texto coincidente de la propuesta de Directiva, ALONSO LEDESMA, ob. cit., p. 521.

determinación de su contenido en condiciones de mercado justas, me inclino por una respuesta negativa, por lo que los administradores podrían finalmente declinar realizar la transacción autorizada, aunque no ciertamente hacerla en otras condiciones.

Con ocasión de esta aprobación por la Junta General, la norma proyectada exige que se le suministre información por escrito detallando los motivos, interés para la sociedad, condiciones, riesgos de solvencia y liquidez para la sociedad y precio al que el tercero va a adquirir las acciones. “Esta declaración –se señala además– se presentará al registro para su publicación de conformidad con el artículo 3 de la Directiva 68/151/CEE”⁸⁵. Lo que en definitiva y en línea con lo que se acaba de señalar, acentúa la transparencia a la que se quiere someter este tipo de operaciones.

La propuesta de Directiva en el nuevo artículo 23 bis que se proponía introducir en la 2ª Directiva, concedía, además, a los accionistas el derecho a oponerse a esta aprobación solicitando a la autoridad administrativa o judicial competente, que decidiera sobre la legalidad de la operación. No estaba muy claro el alcance de esta regla, y ha hecho bien el texto definitivo suprimiéndola. Con todo, y aunque la Directiva no diga nada ahora sobre esta cuestión, debe tenerse en cuenta que por aplicación de los mecanismos generales de impugnación de acuerdos sociales que, con un alcance u otros, se contemplan habitualmente en los Derecho de sociedades de los Estados miembros⁸⁶, podrían impugnarse los acuerdos que sirvieran de cobertura a una transacción de asistencia financiera contraria a las normas legales. Igualmente, dentro del sistema general de responsabilidad civil de los administradores, podrían ejercitarse acciones de responsabilidad contra los mismos.

3) No afectación al patrimonio vinculado. Test de solvencia y liquidez.

Como tercer requisito el nuevo art. 23.1.4º de la 2ª Directiva, establece asimismo que “la asistencia financiera total concedida a terceros no podrá en ningún momento tener por efecto la reducción del activo neto por debajo del importe

⁸⁵ Aunque la dicción de la norma no es muy clara, da la impresión de que lo que se exige no es tanto la inscripción en el Registro de la operación, sino la publicación de sus circunstancias en el boletín (en España en el BORM) o medio de efecto equivalente.

⁸⁶ En España, arts. 115 y ss. de la LSA:

especificado en el artículo 15, apartado 1, letras a) y b), teniendo en cuenta también cualquier reducción del activo neto que haya podido producir la adquisición, por la sociedad o en nombre de ella, de acciones propias, con arreglo al artículo 19, apartado 1. La sociedad incluirá en el pasivo del balance –continúa la disposición– una reserva, que no podrá ser distribuida, equivalente al importe de la asistencia financiera total”.

La primera condición –que exigía ya el texto anterior de la 2ª Directiva para los dos supuestos excepcionales de asistencia financiera permitidos (operaciones ordinarias de los bancos y con el personal de la empresa)–, se establece en la clave de la concepción tradicional del capital como cifra de retención, a la que nos referíamos en la primera parte de este estudio, y trata de que la operación no afecte al patrimonio vinculado al capital y a las reservas indisponibles. En aplicación de este requisito se exigirá que la sociedad realice con medios libres la asistencia o que los tenga en medida suficiente para hacer frente al eventual quebranto que pueda ocasionarle en su patrimonio.

A esta precisión, se añade ahora la necesidad de establecer una reserva por el importe de la asistencia financiera prestada. El planteamiento se entiende bien en el caso de que haya una concesión de crédito o una garantía por parte de la sociedad, en cuyo caso habría que constituir una reserva indisponible por su importe, hasta su reintegro o exoneración, para evitar que si estos hechos no se producen la operación acabe afectando al patrimonio vinculado⁸⁷. No acabo de verlo, sin embargo, en otras situaciones en las que el patrimonio vinculado ni sufre ni puede sufrir como consecuencia de la operación: pensemos, por ejemplo, en la situación de que se adquieren o se permutan bienes tangibles a precio de mercado para facilitar una adquisición de acciones por un tercero, que es un supuesto que entra dentro del concepto de asistencia financiera, aunque pueda ser lícito cumpliendo todas las condiciones establecidas (entre ellas ésta que estamos analizando). Quizás lo más apropiado, en este sentido, sería limitar la exigencia a los casos antes indicados.

En relación con este requisito que estamos examinando, la propuesta de Directiva daba un paso más, tratando de superar una concepción meramente formal del capital, exigiendo para la licitud de la operación que la sociedad acreditase que

⁸⁷ Así se establece expresamente en el vigente artículo 81.3 de la LSA española en relación con la excepción de las operaciones corrientes de los bancos.

podía mantener su liquidez y solvencia a lo largo de los cinco años siguientes, con un análisis detallado y creíble de los flujos de tesorería⁸⁸. Regla que estaba directamente inspirada en el Derecho inglés de las *private companies*, donde se estableció en la reforma de la *Companies Act* de 1985, como uno de los requisitos para la admisibilidad de la operación⁸⁹.

De haberse adoptado esta regla, es evidente que se habría dado un paso importante en la superación de la concepción tradicional del capital social, en línea con las tendencias del Derecho norteamericano manifestadas en los tests de solvencia. En lo más inmediato, creo que suponía una vía interesante para una mejor *garantía* de los derechos de socios y acreedores en relación con estas operaciones de asistencia financiera, para los que me temo que el capital formal no es suficiente tutela.

Particularmente, ese requisito creo que habría tenido mucho sentido en relación con supuestos de asistencia financiera significativa por su importe o las acciones afectadas, como sucede particularmente con los LBOs, que comprenden la totalidad de las acciones de la sociedad o, cuando menos, un paquete de control, y cuyo peligro –como enseña la experiencia– es que la sociedad no pueda generar los flujos de tesorería que exige el apalancamiento, y acabe entrando en una situación de insolvencia⁹⁰.

Como fuere, la cuestión no se ha debido de ver finalmente con suficiente claridad por el legislador comunitario, por lo que este requisito suplementario ha

⁸⁸ Decía en la propuesta de Directiva el nuevo art. 23.1.2.2ª parte, que “la situación crediticia de la parte tercera deberá haberse investigado debidamente y la sociedad deberá poder mantener su liquidez y solvencia a lo largo de los cinco años siguientes. Esta capacidad –continuaba la propuesta– deberá demostrarse de forma creíble por un análisis detallado de los flujos de tesorería basado en los datos disponibles en el momento de aprobación de la operación”.

⁸⁹ Sobre este aspecto, véase con cierto detalle BAYONA, ob. cit., pp. 117 y ss. Por otro lado, como se indicó anteriormente, el *Informe Winter* aconsejaba introducir un test de este tipo como límite a las distribuciones a los accionistas.

⁹⁰ Precisamente por esto, de haber prosperado este requisito y para preservar su *ratio legis*, probablemente habría que haber cambiado algunos puntos de vista sobre los LBOs. Me refiero fundamentalmente a los planteamientos que, para escapar de la anterior prohibición absoluta, han venido defendiendo la licitud de estas operaciones cuando el endeudamiento de la sociedad resultase de una fusión con la NewCo que recibió el crédito para comprar sus acciones, con el argumento de que la aplicación de las normas societarias de la fusión impediría los abusos y/o perjuicios a accionistas minoritarios y acreedores. En tal sentido, en nuestra doctrina, véanse BAYONA, ob. cit., pp. 293-294; VAQUERIZO, ob. cit., pp. 484 y ss.; PAZ-ARES/PERDICES, ob. cit., p.p. 442 y ss. y AURIOLAS, “Los leveraged buy-outs y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas”, en *RDBB* nº 51, 1993, pp. 676 y ss. (este último autor en referencia a los LBOs con fusión y con algunas matizaciones, que le llevan a descartar alguna de las hipótesis).

desaparecido en el texto definitivo, al menos con el carácter con que se configuraba en la propuesta de Directiva. Porque con independencia de ello, sí se ha mantenido –como se dijo– la necesidad de explicar a la Junta General los riesgos que implica la operación “para la liquidez y solvencia” de la sociedad, aun cuando ya no se obligue a hacer un test tan preciso como el que se contemplaba en la primera propuesta.

4) Conflicto de intereses.

La reforma se cierra con un nuevo artículo 23 ter a añadir a la 2ª Directiva, que exige que los Estados miembros garanticen, mediante medidas adecuadas, que las operaciones de asistencia financiera, cuando se realicen con miembros del órgano administrativo de la sociedad o de su matriz, o con la matriz misma, incluidos los casos en que se actúe por persona interpuesta, no serán contrarias al interés de la sociedad.

La finalidad de esta nueva cautela es desactivar el conflicto de interés que se produce en estos casos, y parece en este sentido una norma apropiada que tendrá aplicación tanto en supuestos de adquisición de paquetes de control por parte de los administradores (MBOs), como en otros supuestos de asistencia financiera en su favor (en relación, por ejemplo, con *stock options*). Esto recuerda de alguna manera la utilización en EE.UU. de la doctrina de los *deberes fiduciarios* de los administradores para resolver algún problema concreto de operaciones que en Europa consideraríamos de asistencia financiera, y obligará a adoptar medidas en las legislaciones internas de trasposición, que la nueva norma no concreta, y que podrían consistir, por ejemplo, en el establecimiento de un deber de abstención en el seno del órgano de administración⁹¹ y de la Junta General si fueran ya accionistas.

C.- Consecuencias de la infracción de las normas sobre asistencia financiera.

La 2ª Directiva después de la reforma que estamos comentando, sigue sin precisar las consecuencias de las infracciones a sus disposiciones sobre asistencia

⁹¹ Para el Derecho español podemos encontrar algunas normas utilizables a este fin en los arts. 127 ter de la LSA y 114 de la LMV.

financiera, aunque para resolver posibles dudas y disparidades entre ordenamientos, debiera haberlo hecho⁹².

En el caso del Derecho español, salvo que se determine otra cosa cuando se reforme la legislación para transponer la nueva Directiva, habrá que seguir entendiendo que el negocio de financiación es nulo de pleno derecho *ex* artículo 6 del Código civil; nulidad que, sin embargo, sólo se extenderá a la adquisición de acciones propias financiada cuando el transmitente haya participado en el conjunto de la operación de asistencia financiera (supuesto que se daría, por ejemplo, si es la misma sociedad la que vende sus propias acciones prestando asistencia financiera al comprador). También la realización de estas operaciones al margen de lo dispuesto en la ley, según se advertido, puede general la responsabilidad civil de los administradores, por los daños que puedan causarse a la sociedad, accionistas o terceros, en los términos de los artículos 133 a 135 LSA. Finalmente, si se mantiene en sus términos el actual art. 89 de la LSA, el incumplimiento de estas normas tendría carácter de infracción administrativa sancionable con multas a imponer a los administradores.

VII.- CONCLUSIÓN.

Como conclusión de este breve examen de la reforma de la 2ª Directiva en materia de asistencia financiera, he de manifestar mi acuerdo en lo esencial con su contenido, particularmente por lo que supone de autorización de operaciones de este tipo que pueden ser ventajosas para el interés social y en circunstancias en que, desactivados o paliados sus principales peligros, no es razonable, ni proporcionado seguir manteniendo su prohibición.

En cuanto a la técnica legislativa, hay algunos temas que habrían tenido que ser mejor regulados por el legislador comunitario. Dejando de lado algunos defectos de menor importancia, que ya se han señalado, creo que se tendría que haber definido con mayor precisión el concepto de asistencia financiera, en lugar de mantener prácticamente invariada la fórmula originaria, que tantos problemas de límites plantea.

⁹² Como lo hace, por cierto, en relación con la suscripción y adquisición de acciones propias.

En cuanto a los requisitos requeridos para la licitud de la operación, aun mostrando mi acuerdo con los establecidos, también creo que habría que haber sido algo más progresivos introduciendo el test de solvencia que establecía la propuesta de Directiva, máxime cuando se quiere avanzar en el sentido de superar la concepción formal del capital que todavía anima la 2ª Directiva, para lo que la reforma limitada de la asistencia financiera habría sido, además, un excelente campo de ensayos.

[noviembre de 2006]

Bibliografía

ALEMÁN, *Función del valor nominal en las acciones. Una aproximación desde el derecho norteamericano*, Cizur Menor 2003.

ALONSO LEDESMA, "Propuesta de modificación de la 2ª Directiva de sociedades relativa a la constitución de la Sociedad Anónima y al mantenimiento y modificación de su capital", en *RdS*, nº 24, 2005, pp. 511 y ss.

AURIOLES, "Los *leveraged buy-outs* y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas", en *RDBB*, nº 51, julio-septiembre de 1993, pp. 637 y ss.

BAYONA, *La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Elcano 2002.

BOLDÓ, *Levantamiento del velo y persona jurídica en el Derecho Privado español*, 4ª ed., Cizur Menor 2006.

CARNEY, *Merger and Acquisition. Cases and materials*, New York 2000.

CHAN HO ("Financial Assistance After *Chaston* and *MT Realisations*: Deepsix the Doublethink", en *Journal of International Banking Law*, 10, 2003, p. 424

EKKENGA, "Einzelabschlüsse nach IFRS –Ende der Aktien und GmbH-rechtlichen Kapitalerhaltung?", en *AG*, 11, 2006, pgs. 389 y ss.

ENRIQUES/MACEY, "Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditore: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale", en *Riv. Soc.*, 1, 2002, pp. 78 y ss.

FERNÁNDEZ DEL POZO, "Revisión crítica de la prohibición de asistencia financiera (art. 81 TRLSA)", en *RdS*, nº 3, 1994, pp. 169 y ss.

FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, *La asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Granada 2001.

FLORES, *Adquisición de acciones financiada por la sociedad*, Madrid 2000.

FORTUNATO, "Anticipación, prestiti o garanzie per l'acquisto di azioni proprie", en Buttaro/Patroni (a cura di), *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, Milano 1984, pp. 427 y ss.

GARCÍA VILLAVERDE, "Algunos temas en torno al régimen del capital social en el proyecto de Estatuto para una Sociedad Anónima Europea", en GIRÓN (dir.), *Estudios y textos de Derecho de sociedades de la Comunidad Económica Europea*, Madrid 1978, pp. 101 y ss.

GIRÓN, *Derecho de Sociedades Anónimas*, Valladolid 1952.

GOETTE, *Die GmbH*, 2ª ed., München 2002.

GONDRA "El nuevo rumbo del derecho de balances europeo: las opciones que se abren al legislador español", en *RdS*, nº 23, 2004, pp. 19 y ss.

GUYON, *Droit des affaires, 2, Entreprises en difficultés. Redressement judiciaire – Faillite*, 8ª ed., Paris 2001.

LE CANNU/PARLEANI, "Le financement du capital", en *Rev. Soc.*, 1, 2005, pp. 13 y ss.

MERKET, "Der Kapitalschutz in Europa –ein rocher de bronze?", en *ZGR*, 3-4, 2004, pp. 305 y ss.

MIOLA, "Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma nell diritto europeo delle società di capitali", en *Riv. Soc.*, 6, pp. 1199 y ss.

Palmer's Company Law, by SCHMITTHOFF, 24ª ed., I, London 1987.

PAZ-ARES "La infracapitalización. Una aproximación contractual", en *RdS*, nº extraordinario, 1994, pp. 253 y ss.

PAZ-ARES, "Sobre la infracapitalización de las sociedades", en *ADC*, 1983, pp. 1587 y ss.

PAZ-ARES, "Negocios sobre las propias acciones", en AA.VV., *La reforma del Derecho español de sociedades de capital*, Madrid 1987, pp. 473 y ss.

PAZ-ARES/PERDICES, *Los negocios sobre las propias acciones*, en URÍA/MENÉNDEZ/OLIVENCIA, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, IV, 2º, B, Madrid 2003.

PEREZ, R., *La gouvernance de l'entreprise*, Paris 2003.

QUIJANO, "El Derecho de sociedades en la Unión Europea", en VELASCO SAN PEDRO, (coord.): *Mercosur y la Unión Europea: dos modelos de integración económica*, Valladolid 1998, pp. 105 y ss.

ROE, *Political Determinants of Corporate Governance. Political Context, Corporate Impact*, New York 2002.

SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción preferente del accionista*, Madrid 1973 (vuelto a reimprimir en 1990).

SÁNCHEZ CALERO, F., "Alcance de la aprobación del Reglamento comunitario de aplicación de las normas internacionales de contabilidad a las sociedades cotizadas", en *RDBB*, nº 86, 2002, pp. 141 y ss.

SPEISER/OLSEN/MINIAS/FINKELMAN, "Section 546 (e): Fifteen Years After Kaiser Steel, Still Open To Interpretation", en *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, junio de 2006, pp. 42 y ss.

TORRENT/RIVERO/ALVARADO, "El Comité de Auditoría", en *RDM*, nº 250, 2003, pp.

VAQUERIZO, *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Madrid 2003.

VÁZQUEZ, *Régimen jurídico de la autocartera*, Madrid 1995.

VELASCO SAN PEDRO, "Gobierno corporativo", en ALONSO LEDESMA (dir.), *Diccionario de Derecho de Sociedades*, Iustel, Madrid 2006.

VELASCO SAN PEDRO, *La adquisición por la sociedad emisora de sus propias acciones*, Valladolid 1985.

VELASCO SAN PEDRO, *Negocios con acciones y participaciones propias*, Valladolid 2000.

VELASCO SAN PEDRO/SÁNCHEZ FELIPE, "La libertad de establecimiento de las sociedades en la UE. El estado de la cuestión después de la SE", en *RdS*, nº 19, 2002, pp. 15 y ss.