

**La insoportable levedad de la asistencia financiera: comentario a la sentencia del  
Tribunal Supremo 528/2023, de 20.4.2023, sobre los pactos accesorios de  
aseguramiento del valor de acciones cotizadas**

Luis Antonio Velasco San Pedro

Universidad de Valladolid

**Resumen:** Este trabajo comenta críticamente la sentencia del Tribunal Supremo 528/2023, de 20.4.2023, en la que se considera que un pacto accesorio de aseguramiento del valor de las acciones previamente emitidas en un aumento de capital, constituye un supuesto de asistencia financiera prohibida por el artículo 150.1 LSC. En contra del criterio del alto tribunal, se considera que un pacto de este tipo queda fuera del supuesto de esta prohibición, principalmente porque su finalidad no es depredar activos sociales sino, antes bien, contribuir a reforzar los recursos propios de la sociedad.

**Palabras clave:** Derecho de sociedades, asistencia financiera, pactos de aseguramiento del valor de las acciones, sociedades cotizadas.

**Abstract:** This paper critically comments on the ruling of the Supreme Court 528/2023, of 4/20/2023, in which it is considered that an accessory agreement to ensure the value of the shares previously issued in a capital increase, constitutes a case of financial assistance prohibited by article 150.1 LSC. Contrary to the criteria of the High Court, it is considered that an agreement of this type falls outside the scope of this prohibition, mainly because its purpose is not to deplete social assets but, rather, to contribute to strengthen company's own resources.

**Keywords:** Company law, financial assistance, accessory agreements to ensure the value of the shares, listed companies.

## **1. Planteamiento**

Las páginas que siguen están motivadas por una reciente, y en mi opinión bastante discutible, sentencia del Tribunal Supremo que vuelve a incidir sobre el *concepto de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*. En síntesis esta sentencia estima que un *pacto accesorio de aseguramiento del valor de acciones cotizadas*, concluido entre su sociedad emisora y una sociedad de capital riesgo, en el marco de un

compromiso de suscripción de acciones de la primera por la segunda, procedentes de una ampliación de capital *ad hoc*, merece tal calificación y estaría prohibido en consecuencia por el art. 150.1 LSC<sup>1</sup>.

La sentencia hace un meritorio esfuerzo argumentativo, lo que no siempre sucede con la jurisprudencia de nuestro alto tribunal. Es de agradecer que así se haga dado su carácter *complementario* del ordenamiento jurídico que le reconoce el artículo 1.6 Cc, y que va más allá del *juzgar y ejecutar lo juzgado* –esto es enjuiciar los casos concretos–, que es lo que con carácter general le corresponde al poder judicial (artículo 117.3 CE). Sin embargo, la prolijidad de la argumentación –al menos esa es mi respetuosa opinión– encierra cierta endeblez en el razonamiento final del tribunal, que se atiene a un planteamiento estándar del problema, sin profundizar en la función económico social de la convención enjuiciada –podríamos incluso hablar aquí de *causa* del negocio celebrado<sup>2</sup>–. Se ha perdido así una oportunidad, más allá de la justicia del caso concreto, para de una vez por todas dar coherencia a la interpretación de una norma –el actual artículo 150.1 LSC– que, en su literalidad, es manifiestamente contradictoria con sus pretendidas finalidades. Me temo, además, que la sentencia habrá generado cierto pánico en los asesores jurídicos de operaciones de financiación a través de *equity capital*, añadiendo un nuevo supuesto de lo que no se puede hacer –porque a juicio del alto tribunal está prohibido– y dificultando la actuación inversora de sociedades de capital riesgo y fondos de inversión, con los costes asociados a una actividad imprescindible para la obtención de financiación por las empresas, máxime en escenarios como los actuales de gran incertidumbre económica y dificultades financieras<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Este precepto señala que “[l]a sociedad anónima no podrá anticipar fondos, conceder préstamos, prestar garantías ni facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición de sus acciones o de participaciones o acciones de su sociedad dominante por un tercero”. Solo se exceptúan de la prohibición las operaciones destinadas a facilitar al personal de la empresa la adquisición y las realizadas por las entidades de crédito en el marco de sus operaciones ordinarias (aps. 2 y 3).

<sup>2</sup> Acogiendo la conocida concepción objetiva de la causa de los negocios jurídicos, que explica su reconocimiento por el ordenamiento jurídico.

<sup>3</sup> A este respecto debe citarse necesariamente el excelente y persuasivo trabajo de un máximo especialista en asistencia financiera, descartando con argumentación convincente que estos pactos accesorios de aseguramiento del valor sean asistencia financiera prohibida: VAQUERIZO, A., “Los pactos accesorios de aseguramiento del valor de la acción”, en RdS, nº48, 2016, pp. 263 y ss.

En contra de este criterio, comparte la doctrina emanada de la sentencia del Tribunal Supremo, CLEMENTE, V., “Los pactos de aseguramiento del valor de la acción como supuesto de asistencia financiera”, en La Ley Mercantil, nº 105, septiembre de 2023.

Pero vayamos por partes, veamos en primer lugar la argumentación del Tribunal Supremo, para, ulteriormente, reconstruir lo que, a mi juicio, habría sido el razonamiento correcto.

## 2. El caso y la doctrina del Tribunal Supremo

Como ya he adelantado, el origen del litigio son los pactos celebrados entre una sociedad cotizada<sup>4</sup> y una sociedad de capital riesgo<sup>5</sup>, en virtud de los cuales esta se comprometía a suscribir un paquete de acciones de aquella procedentes de un aumento de capital realizado *ad hoc*, a un precio determinado conforme a su cotización (media aritmética de los precios diarios de las 30 sesiones anteriores). Asimismo, la sociedad de capital riesgo se comprometía a mantener la inversión durante un año, y la sociedad se obligaba a *compensarle la diferencia de valor* en el supuesto de que la media aritmética de los precios diarios de las 30 sesiones inmediatamente anteriores al cumplimiento de este plazo, fuera inferior a un determinado valor. El aumento de capital con la correspondiente suscripción se ejecutó, y la sociedad de capital riesgo cumplió su compromiso de mantener la inversión durante un año, pero una vez transcurrido ese plazo reclamó a la sociedad emisora la diferencia entre la cotización media y la asegurada (correspondiente a un 26 %). En ese momento la sociedad emisora, que al parecer había cambiado de secretario del consejo de administración, debió de recibir la súbita iluminación de que el *pacto de aseguramiento* encajaba dentro de la prohibición de asistencia financiera, por lo que la sociedad se negó a pagar la compensación pactada. Unos meses después la sociedad de capital riesgo procedió a enajenar las acciones obteniendo una rentabilidad superior al 10 %<sup>6</sup>.

En este contexto, la sociedad de capital riesgo demandó a la sociedad emisora solicitando que se declarase que el pacto de aseguramiento del valor de la acción no era

---

<sup>4</sup> Grupo Ezentis S.A.

<sup>5</sup> MCIM CAPITAL S.L. Formalmente no parece que tuviera la condición de sociedad de capital riesgo, por no ser una sociedad anónima. No obstante, como indica la propia STS comentada era “una sociedad dedicada a la gestión, análisis y asesoramiento financiero, así como a la *realización de inversiones estratégicas en el sector del capital riesgo*”, por lo que le daremos esta calificación.

<sup>6</sup> Conocida la psico/sociología de los jueces y magistrados españoles, es posible que esa ganancia haya predispuerto a los sucesivos enjuiciadores en contra del demandante quienes, no obstante, deberían haber quizá valorado también el riesgo de la inversión que efectuó, que merece una retribución, y que el negocio de las sociedades de capital riesgo consiste precisamente en eso (como el de los bancos en cobrar interés por los préstamos que conceden).

un supuesto de asistencia financiera prohibida por el artículo 150.1 LSC, y se la condenase a pagar la diferencia de valor, más intereses y costas. La demanda fue desestimada en primera y en segunda instancia que consideraron, en contra de este criterio, que se estaba en presencia de un supuesto de asistencia financiera prohibido, planteamiento que comparte el Tribunal Supremo al desestimar el recurso de casación argumentando, en síntesis, lo que se indica a continuación<sup>7</sup>:

1. El actual régimen prohibitivo de la asistencia financiera (de carácter *cuasi absoluto*, añadimos nosotros) procede de lo que disponía originariamente la segunda Directiva 77/91/CEE de 1976. Ulteriormente este régimen se flexibilizó por la Directiva 2006/68/CE de 2006, debido a las críticas que recibió (ineficacia para la tutela de los intereses en juego, obstaculización de compras apalancadas justificadas empresarialmente), pero sin que se impusiera a los Estados miembros la modificación del régimen anterior que, en el caso del ordenamiento español, se mantuvo tal cual estaba.

2. La finalidad de la prohibición “es evitar el riesgo de que la adquisición de las acciones se financie con cargo al patrimonio de la sociedad, pues aplicar el patrimonio social a la adquisición de las acciones constituye un uso anómalo del mismo” (ideas que ya se habían adelantado en las precedentes SSTs 472/2010, de 20.7.2010, y 413/2012, de 2.7.2012).

3. A juicio del alto tribunal hay tres presupuestos para que concurra la asistencia financiera prohibida: “(i) un acto o negocio de financiación o de “asistencia financiera” por parte de la sociedad a favor o en beneficio de un tercero (socio o no); (ii) una adquisición, originaria o derivativa, de acciones de la sociedad que presta la asistencia (asistente) por parte del tercero (asistido); y (iii) un vínculo o relación finalista, teleológica o causal entre el negocio o acto de asistencia financiera y el de adquisición, por ser la finalidad de aquella asistencia favorecer o facilitar esta adquisición”.

4. El artículo 150.1 LSC, al prohibir “facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición”, contempla una cláusula de cierre de la prohibición con “un criterio de *numerus apertus*” y que “comprende cualquier acto o negocio cuya finalidad consista en financiar, entendido el término en sentido amplio, la adquisición de las acciones por

---

<sup>7</sup> Me centro en la argumentación del primer motivo del recurso de casación, que se fundaba en “la infracción de lo dispuesto en el art. 150.1 LSC, y la vulneración de la sentencia de esta Sala Primera del Tribunal Supremo 413/2012, de 2 de julio”, que es el que realmente tiene valor doctrinal en relación con la asistencia financiera, al referirse el segundo a una indebida aplicación de las reglas de interpretación de los contratos.

un tercero”. Dicha financiación “desde el punto de vista de la *ratio* de la norma, entra en el ámbito de la prohibición en la medida en que la sociedad asuma alguna obligación, prestación o carga económica (coste), de tipo financiero o patrimonial, vinculada funcionalmente con el acto o negocio de adquisición de sus acciones por un tercero”.

5. Frente a los supuestos de asistencia financiera examinados anteriormente por el Tribunal Supremo, que consistían en la atribución gratuita de acciones a un consejero (STS 472/2010, de 20.7.2010), la constitución de una prenda sobre unas acciones pertenecientes a la sociedad para garantizar un préstamo bancario concedido a terceros para adquirir acciones emitidas por ella misma (STS 413/2012, de 2.7.2012), y la concesión de crédito por la sociedad a socios para adquirir participaciones en autocartera con aplazamiento del precio (STS 541/2018, de 1.10.2018), el presente caso “es más complejo, por tratarse de un pacto atípico o innominado, no previsto expresamente en la ley en su concreta caracterización negocial, pero también observado en el tráfico jurídico”.

No obstante, la sentencia considera que está próximo a supuestos subsumidos por la doctrina en la prohibición como los pactos en que se “asegura al socio o tercero adquirente un determinado rendimiento económico o valor de las acciones dentro de un periodo de tiempo”, o “la concesión por la sociedad al adquirente de una opción de venta de las acciones por un precio que asegure esa rentabilidad o valor una vez que llegue el término en que se pueda ejercitar la opción”.

6. Llegada a este punto, la sentencia considera que en el presente caso es “preciso valorar si cabe apreciar la presencia de alguna de las finalidades propias de la *ratio* de la norma y si concurren los elementos estructurales que antes identificamos como integrantes de los distintos tipos de operaciones y negocios de asistencia financiera prohibidos”.

Su conclusión, en cuanto a la *ratio de la prohibición*, es que “cabe identificar (...) uno de los riesgos típicos que la norma trata de prevenir, en concreto, el uso instrumental del patrimonio social a fin de favorecer a un tercero en la adquisición de sus acciones, al asumir la sociedad un coste o perjuicio contingente para ese patrimonio (es decir, no efectivo pero sí potencial en el momento de la suscripción del pacto)”.

En cuanto a los elementos estructurales, estima que asimismo concurren: (i) “una adquisición de acciones” de la sociedad emisora por la sociedad de capital riesgo; (ii) “la

asunción por la sociedad emisora de una obligación de contenido económico” (compensación económica por la diferencia de cotización); y (iii) “una relación funcional y finalista, o nexo causal, entre esta obligación de compensación y aquella adquisición, de forma que la primera constituye un auxilio o beneficio financiero de esa adquisición”.

Respecto a este último aspecto la sentencia resalta que el pacto controvertido era “un instrumento negocial de cobertura del valor de la acción, por la que el adquirente queda exonerado de los riesgos de la operación y obtiene una rentabilidad garantizada a costa de repercutir a la sociedad el coste eventual de dicha pérdida de valor de las acciones y de dicha rentabilidad. El resultado –continúa argumentando– es que el inversor queda exento del riesgo de bajada de la cotización de las acciones y se transfiere a la sociedad ese riesgo y el correspondiente pasivo contingente, para el caso de que esa eventualidad se materializase”.

Asimismo, en este punto, la sentencia examina el argumento de la sociedad de capital riesgo demandante-recurrente, de que el pacto estaría retribuyendo el plazo de permanencia en la sociedad, por lo que no constituiría una asistencia financiera para adquirir, señalando que “aunque consideráramos que el pacto de cobertura de valor retribuye en parte el compromiso de permanencia (...), ello no impide que podamos apreciar que este mismo compromiso tiene también, y de forma prioritaria, una finalidad de favorecer o facilitar, mediante este singular auxilio financiero, la adquisición por aquella sociedad inversora de las acciones correspondientes al aumento de capital pactado de esta compañía, que por ello incurre en la prohibición legal”.

Finalmente, la sentencia señala que la conclusión de que es un supuesto de asistencia financiera prohibida podía haberse llegado por dos caminos: “(i) bien, como hizo la Audiencia, como una garantía atípica que no tiene por objeto la obligación principal (...) en relación con la adquisición de las acciones (el pago o desembolso de la inversión), sino que su objeto sería garantizar una rentabilidad o valor concreto de la acción en un cierto plazo; o (ii) considerando que, más que ante una modalidad de prestación de una ‘garantía’, nos encontramos ante una operación atípica o innominada que entra en el ámbito de la cláusula general de cierre de la prohibición, que incluye todo tipo de ‘asistencia financiera’ para la adquisición de las propias acciones (o de la sociedad dominante) por un tercero”. Postura esta última que creo que es la acogida por el alto tribunal.

### 3. Revisión crítica de la argumentación de la sentencia

En mi opinión la argumentación de la sentencia se atiene a una lectura estándar del artículo 150.1 LSC, partiendo y aceptando (como *inevitable*, añadimos nosotros) el ámbito enormemente amplio con el que se concibe en su literalidad la asistencia financiera para adquirir acciones propias. Este ámbito amplio, estaba ciertamente en el origen de la norma –el ya derogado artículo 23.1 de la segunda Directiva<sup>8</sup>–, pero fue aumentado todavía más por la norma española al introducir una *cláusula de cierre*, nunca mejor dicho, de la prohibición añadiendo cualquier otro “tipo de asistencia financiera”, además del anticipo de fondos, la concesión de préstamos o la facilitación de garantías, que son las concretas operaciones que estaban contempladas en la Directiva<sup>9</sup>.

La amplitud de la prohibición de la asistencia financiera, como reconoce la propia sentencia, es claramente criticable, y está en la base de su flexibilización que introdujo la reforma ulterior del citado artículo 23.1 de la segunda Directiva<sup>10</sup> y que, por razones

---

<sup>8</sup> El artículo 23.1 de la segunda Directiva señalaba que “[u]na sociedad no podrá adelantar fondos, ni conceder préstamos, ni dar garantías para la adquisición de sus acciones por un tercero”.

<sup>9</sup> La fórmula fue propuesta en su día por PAZ-ARES, C., “Negocios sobre las propias acciones”, en AA.VV., *La reforma del Derecho español de sociedades de capital*, Civitas, Madrid 1987, p. 602.

La *asistencia financiera* ha sido objeto de abundante literatura en la doctrina española. Por referirnos solo a las monografías sobre la materia o, la más amplia, de negocios sobre las propias acciones/participaciones, pueden consultarse VÁZQUEZ, J. C., *Régimen jurídico de la autocartera*, Marcial Pons, Madrid 1995; FLORES, M. S., *Adquisición de acciones financiada por la sociedad*, EDERSA, Madrid 2000; FERNÁNDEZ, M. C., *La asistencia financiera para la adquisición de acciones/participaciones propias*, Comares, Granada 2001; BAYONA, R., *La prohibición de asistencia financiera para adquirir acciones propias*, Aranzadi, Cizur Menor 2002; VAQUERIZO, A., *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Civitas, Madrid 2003 y PAZ-ARES, C./PERDICES, A., *Los negocios sobre las propias acciones*, en URÍA, R./MENÉNDEZ, A./OLIVENCIA, M., *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, IV, 2º, B, Madrid 2003.

<sup>10</sup> Sobre esta reforma traté en VELASCO, L.A., “La reforma de la asistencia financiera en Europa”, en *Estudios de Derecho de Sociedades y Derecho Concursal. Libro homenaje al Profesor Rafael García Villaverde*, Marcial Pons, Madrid 2007, III, pp. 1655 y ss. Después de la reforma el nuevo artículo 23.1 [su contenido se recoge ahora en el artículo 64 de la Directiva (UE) 2017/1132] señalaba:

“Cuando la legislación de un Estado miembro permita a una sociedad, directa o indirectamente, adelantar fondos, conceder préstamos o dar garantías para la adquisición de sus acciones por un tercero, estas operaciones estarán sujetas a las condiciones enunciadas en los párrafos segundo, tercero, cuarto y quinto.

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. La situación crediticia del tercero o, en caso de transacciones multipartitas, de cada una de las contrapartes deberá haberse investigado debidamente.

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. El órgano de administración o de dirección deberá presentar a la junta general un informe escrito indicando los motivos de la operación, el interés que presenta para la sociedad, las condiciones en las que se interviene, los riesgos que presenta para la liquidez y la

ignotas, el legislador español desaprovechó manteniendo la primitiva norma de transposición tal cual estaba –formalmente la reforma de la Directiva no obligaba a cambiar esta cuestión–, actualmente en los artículos 143.2 y 150.1 LSC<sup>11-12</sup>.

Una primera y evidente crítica es el grueso *error de valoración* en el que incurre el mantenimiento de una prohibición cuasi absoluta de la asistencia financiera, cuyo origen histórico está vinculado a la previa prohibición de la adquisición de acciones propias<sup>13</sup>, pero que fue evolucionando en todas las jurisdicciones a un sistema de autorización donde se permiten estas operaciones bajo ciertas condiciones, que evitan o

---

solvencia de la sociedad y el precio al que el tercero va a adquirir las acciones. Esta declaración se presentará al registro para su publicación de conformidad con el artículo 3 de la Directiva 68/151/CEE.

La asistencia financiera total concedida a terceros no podrá en ningún momento tener por efecto la reducción del activo neto por debajo del importe 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 una reserva, que no podrá ser distribuida, equivalente al importe de la asistencia financiera total.

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 a un precio justo”.

<sup>11</sup> En el borrador de anteproyecto elaborado por la Comisión General de Codificación se flexibilizaba el régimen de la asistencia financiera siguiendo lo dispuesto en la reforma de la segunda Directiva, pero luego desapareció misteriosamente en el texto del proyecto de ley aprobado por el Gobierno. Se formularon enmiendas para su reintroducción por algunos grupos parlamentarios en Congreso y Senado [véanse las enmiendas nº 69 del Grupo Popular, *BOCG, CD*, serie A, nº 4-8, de 8.10.2008, p. 20, y nº 5 del Grupo Parlamentario Catalán en el Senado de *Convergència i Unió (GPCIU)*, *BOCG, Senado*, serie II, nº 9 c, de 18.2.2009, pp. 34 y s], pero sin éxito. Asimismo, se recomendó esta flexibilización por el informe del Consejo de Estado y los autores que analizaron el proyecto: VELASCO, L.A., “La adaptación del Derecho español a la reforma de 2006 de la Segunda directiva sobre la constitución y el capital de la sociedad anónima”, en *RdS*, nº 31, 2008, p. 138.

<sup>12</sup> Aunque el legislador español no haya modificado la norma, como acertadamente apunta VAQUERIZO, A., “Los pactos...” *cit.*, p. 277, ello no obsta para que la reforma de la directiva europea en este punto no pueda y deba servir de orientación para interpretar e iluminar los fines de la prohibición, en virtud del principio de interpretación de las reglas de trasposición conforme al Derecho de la UE

<sup>13</sup> La introducción de una prohibición de la asistencia financiera (*financial assistance*), fue recomendada en Gran Bretaña por el *Informe Greene* en 1926, con la finalidad de evitar operaciones de depredación de sociedades, que se habían hecho frecuentes después de la I Guerra Mundial, cuando se compraba la totalidad de las acciones de una sociedad (o un paquete de control) mediante un préstamo bancario, que luego se devolvía con cargo a sus fondos, con el correspondiente quebranto de la sociedad que muchas veces acababa quebrando. El Comité entendió que estas maniobras vulneraban el espíritu de la doctrina establecida por la sentencia *Trevor v. Whitworth* de 1887, que había considerado ilícito que una sociedad adquiriera sus propias acciones (esta sentencia constituyó durante decenios el régimen de la adquisición de acciones propias, solo regulado legalmente de manera tardía). Su recomendación 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 del Reino Unido). Hacen un detallado estudio de estos antecedentes BAYONA, R., *La prohibición...* *cit.*, pp. 39 y ss. y VAQUERIZO, A., *Asistencia financiera...* *cit.*, Madrid 2003, pp. 49 y ss.



minimizan sus peligros (contra la garantía del capital, de manejos de los administradores, de abuso de mercado...). No hay ninguna lógica en que se permita lo que aparentemente es más grave –que la sociedad se convierta en titular de sus propias acciones–, prohibiendo, y *en todo caso*, lo menos grave: que la sociedad ayude a alguien a adquirir esas acciones, cuando esa adquisición habría sido lícita para la misma sociedad, máxime si tenemos en cuenta que frecuentemente la asistencia financiera, de no estar prohibida, comportaría acciones de regreso para que la sociedad pudiera resarcirse de lo facilitado como financiación o garantía al asistido, cosa que nunca pasa si es la sociedad la que adquiere ella misma.

Pero con independencia de ello, la prohibición cuasi absoluta es un obstáculo para operaciones que a todas luces pueden ser positivas para el interés social, como en particular las compras apalancadas de empresas, en sus diversas variantes (LBO, MBO...), en las que la entidad patrimonial de lo que se compra –en este caso una empresa–, evidentemente se tiene en cuenta para conceder a los adquirentes la financiación precisa para ello<sup>14</sup> (¡qué sorpresa!: es lo mismo que ocurre cuando un banco concede un préstamo hipotecario para adquirir una vivienda). El legislador español parece haberlo comprendido *in extremis* al introducir posteriormente el artículo 35 LME de 2009, reconociendo la legitimidad de fusiones posteriores a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente, que se mantiene en el actual 42 del Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio<sup>15</sup>, aunque solo para este caso.

Este panorama, es bastante desconcertante. Como en su momento señaló un autor, en relación con la entonces también aparente prohibición absoluta del Derecho inglés, al que había copiado la Directiva, pero que podríamos trasladar a nuestro ámbito, salvo en la división de su jurisprudencia, “[t]he opaque and illogical provisions on unlawful

---

<sup>14</sup> La cuestión fue tempranamente estudiada en nuestro Derecho con solvencia por AURIOLAS, A., “Los leveraged buy-outs y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas”, en RDBB, nº 51, 1993, pp. 637 y ss.

<sup>15</sup> Aunque suprimiendo acertadamente en este último precepto la incomprensible regla que exigía, en la norma precedente, que el informe del experto sobre el proyecto de fusión indicase si “existe asistencia financiera” (¿prohibida? ¿lícita? ¿ni una ni otra?): RONCERO, A., “Fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento del adquirente”, en RODRIGUEZ ARTIGAS, F./ FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L./QUIJANO, J./ALONSO UREBA, A./VELASCO, L. A./ESTEBAN, G. (dir.), *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor 2009, I, pp. 721 y ss.; esp. 756 y ss.

financial assistance under the Companies Act 1985 confuse students, exasperate lawyers, stump the scholar and have split the Court of Appeal in two recent decisions (...)<sup>16</sup>.

Y precisamente, llegados a este punto, el alto tribunal podría haber hecho un esfuerzo para comprender mejor el pacto controvertido –su causa–, frecuente en la práctica (no todos los sofisticados asesores de estas operaciones van a estar equivocados), y realizar una valoración más correcta de su finalidad económico-social, en el contexto de una ampliación de capital, y que creo que habría debido conducir a estimar su licitud, en contra de lo finalmente estimado por la sentencia. Veamos por qué.

Como la propia sentencia reconoce, la finalidad de la prohibición de asistencia financiera es evitar que la adquisición de acciones de la sociedad (por terceros o personas que ya eran previamente socios, esto es indiferente) se financie con cargo al patrimonio social, lo que puede incluso –añadimos nosotros– llegar a comprometer la garantía del capital social (afectar al llamado *test de balance*). ¿Pasaba esto en el supuesto que estamos examinando aquí? Creo que claramente no.

Ante todo, porque la finalidad última de la operación, era allegar nuevos fondos propios a la sociedad, a través de un aumento del capital social, que era lo que se pactó con la sociedad de capital-riesgo, y efectivamente se hizo. Es decir, justo lo contrario de lo que persigue la prohibición<sup>17</sup>. Y no se diga que, en este punto, hay que escindir la suscripción de las acciones, del pacto accesorio de aseguramiento de su valor, porque lo uno solo puede entenderse junto a lo otro, como además de alguna manera reconoce la propia sentencia al vincular el pacto causalmente a la previa suscripción, pues sin ello habría desaparecido la base para la aplicación literalista por su parte del artículo 150.1 LSC.

En este aspecto, debe tenerse en cuenta que la operación –tratándose de una sociedad cotizada, donde puede ser complicado, por no decir que imposible, que los accionistas renuncien individualmente a su derecho de suscripción preferente–, se tuvo que hacer con *exclusión del derecho de suscripción preferente*, aunque nada se diga sobre esto en la sentencia, y, en relación con esta exclusión, de acuerdo con lo dispuesto en los

---

<sup>16</sup> CHAN HO, L., “Financial Assistance After Chaston and MT Realisations: Deep-six the Doublethink, en *Journal of International Banking Law*, 10, 2003, p. 424

<sup>17</sup> Mantienen, en general, la no sujeción a la prohibición de asistencia financiera de todas las operaciones que impliquen adquisiciones originarias de acciones en el momento constitutivo o con ocasión de un aumento de capital, “salvo que atenten contra otros principios societarios”, PAZ-ARES, C./PERDICES, A., *Los negocios... cit.*, p. 445.

artículos 308 y 504 LSC en la redacción vigente en aquel momento<sup>18</sup>, principalmente para tutelar a los accionistas privados de este derecho, el precio se tenía que corresponder en principio con el *valor razonable* de las acciones a suscribir, considerando como tal el de mercado, siendo este el “que se establezca por referencia a la cotización bursátil”. Requisito que parece que se cumplió aquí, al calcular el precio de emisión en relación con la media de la cotización de los últimos 30 días<sup>19</sup>.

Bien es cierto que esta parte de la operación –el compromiso ya cumplido de suscripción– no se cuestiona por la sentencia (aparentemente no se hizo tampoco por las partes del pleito), sino el *pacto accesorio de aseguramiento del mantenimiento del valor*. La sentencia considera que este pacto sería asistencia financiera prohibida, y por consiguiente nulo, porque, como ya se dijo, se estaría transfiriendo el *riesgo de la inversión* a la propia sociedad emisora, que tendrían que compensar a la sociedad de capital-riesgo de una eventual pérdida de valor al finalizar el compromiso anual de mantenimiento de la inversión.

Yo creo que plantear la cuestión en estos términos no es correcto. En realidad, esta cláusula es una *cláusula de reajuste del precio fijado* inicialmente para la suscripción, y, por consiguiente, de los fondos propios que finalmente se aportan a la sociedad. Por tanto, de actualización del *valor de emisión inicial*; no de “financiación” de la adquisición.

Creo, además, que la licitud de este reajuste de valor, si se estimara que no entra dentro del marco de los citados entonces artículo 308 y 504 LSC –yo creo que sí entraría por no ser algo arbitrario, sino un procedimiento razonable que trata de asegurar la corrección del precio de emisión, además a corto plazo<sup>20</sup>– puede encontrar soporte en otras reglas del Derecho de sociedades, cuyos principios podrán aplicarse aquí por *analogía iuris*<sup>21</sup>, pues el supuesto –la sentencia no deja de reconocerlo– tiene un encaje

---

<sup>18</sup> La que tenían estos artículos el 18.10.2013 que es cuando, como se indica en la sentencia, se concluyó el pacto cuestionado.

<sup>19</sup> El entonces artículo 505 LSC incluso posibilitaba establecer cualquier otro precio, al indicar que “[n]o obstante lo establecido en el apartado segundo del artículo anterior, la junta general de accionistas de sociedad cotizada, una vez que disponga del informe de los administradores y del informe del auditor de cuentas requeridos en el artículo 308, podrá acordar la emisión de nuevas acciones a cualquier precio, siempre que sea superior al valor neto patrimonial de éstas que resulte del informe del auditor, pudiendo la junta limitarse a establecer el procedimiento para su determinación”.

<sup>20</sup> Otra cosa sería que la corrección del precio fuera de tal magnitud que las acciones cotizasen por debajo de su valor nominal, lo que infringiría el artículo 59 LSC, o por debajo del valor neto patrimonial, lo que, por su parte, infringiría el entonces artículo 505 LSC.

<sup>21</sup> En la *analogía iuris* o analogía general, distinta de la *analogía legis* o analogía particular, “se infiere, de varias disposiciones legales, que enlazan igual consecuencia jurídica a supuestos de hecho diferentes, un

bastante complejo en la terminante y poco sofisticada regla de la prohibición de la asistencia financiera, lo que obliga de alguna manera a explorar otros escenarios<sup>22</sup>. Por otro lado, conviene hacer un esfuerzo por racionalizar el alcance, a todas luces desmesurado, de la prohibición de asistencia financiera<sup>23</sup>, cosa que creo que no hace la sentencia en el presente caso.

Veamos, sin ánimo de ser exhaustivos, cuáles podrían ser, entre otros, estos escenarios<sup>24</sup>:

1. El primer escenario que guarda analogía y nos puede orientar es el de la *conversión de obligaciones en acciones*. En este supuesto el artículo 511 LSC, permite las relaciones de *cambio variables* –“fórmulas de ajuste para evitar la dilución de la participación económica de los accionistas”–, que determinan que el precio de conversión no se fija de antemano en el momento de la emisión de las obligaciones y de forma estable, sino en relación con el valor de las acciones a convertir en el momento de la conversión<sup>25</sup>.

2. Un segundo escenario, es el de las *acciones rescatables*, instrumento que se contempla en el artículo 500 LSC para las sociedades cotizadas<sup>26</sup>. En este marco, se permite emitir acciones que pueden ser rescatadas bien a iniciativa de la sociedad, bien de los suscriptores, o de ambos, según se determine en el acuerdo de emisión, y de conformidad con las condiciones que se establezcan en el mismo: ¿Qué diferencia sustancial habría entre estos instrumentos y una cláusula de reajuste del valor de emisión,

---

‘principio jurídico general’, que se refiere a los supuestos de hecho no regulados en la ley como a los supuestos de hecho regulados”: LARENZ, K., *Metodología de la ciencia del Derecho*, 2ª ed. definitiva, trad. española, Ariel, Barcelona 1980, pp. 376 y s.

<sup>22</sup> Así se hizo en el Derecho inglés, antes de la flexibilización legislativa, a través de la doctrina de las *purpose exceptions*: VAQUERIZO, A., *Asistencia financiera... cit.*, p. 478.

<sup>23</sup> Dentro de estos esfuerzos racionalizadores, merece destacarse en nuestra doctrina el planteamiento de VAQUERIZO, A., *Asistencia financiera... cit.*, pp. 41 y ss, que considera que la concurrencia de los requisitos de tipificación constituiría solo una presunción *iuris tantum* de ilicitud de la conducta, que podría descartarse probando que no supone una amenaza para los intereses protegidos por la norma. El autor extrae consecuencias de este posicionamiento previo en relación con la asistencia financiera en general, en su trabajo específico ya citado sobre estos pactos: VAQUERIZO, A., “Los pactos...” *cit.*, pp. 268 y ss., manteniendo su licitud.

<sup>24</sup> Algunos de estos escenarios son también apuntados por VAQUERIZO, A., “Los pactos...” *cit.*, pp. 285 y ss.

<sup>25</sup> Esta modalidad ha venido siendo característica del mercado de capitales español, a diferencia de lo que sucedía en otros mercados: GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “La nueva regulación de las obligaciones convertibles en acciones”, en RDM, nº 195, 1990, pp. 12 y ss.

<sup>26</sup> YANES, P., *Las Acciones Rescatables en la Sociedad Cotizada*, Aranzadi, Cizur Menor 2004.

que obliga a la sociedad a devolver parte de lo aportado (en las rescatables hay que devolver todo)?

3. Otro escenario, es la permisión de la *suscripción de acciones con desembolsos pendientes* por el artículo 79 LSC, donde se está concediendo claramente “crédito” a los suscritores y, por tanto, formalmente, dando financiación<sup>27</sup>.

4. Asimismo estaríamos en un caso semejante, en los aumentos de capital gratuitos con cargo a reservas (permitidos por el artículo 303 LSC) y en los mixtos, donde una parte de la contrapartida del aumento son reservas de la sociedad<sup>28</sup>.

5. Finalmente, podríamos decir lo mismo de acuerdos de distribución de beneficios cuya finalidad es facilitar fondos a los socios para que acaben adquiriendo acciones de la sociedad<sup>29</sup>; así como de modalidades de distribución consistentes en la entrega de acciones<sup>30</sup>.

Estos supuestos, son casos en los que no opera la prohibición de asistencia financiera, y no solo porque haya normas especiales de cobertura (como las hay para las fusiones de sociedades con otras que se apalancaron para adquirir su control), sino porque claramente están fuera de la *ratio de la prohibición*, pues en todos ellos la finalidad última es reforzar los fondos propios de la sociedad, no depredarlos en beneficio de los asistidos.

Llegados a este punto, habría merecido la pena que la sentencia, al menos, hubiera explorado este escenario, en vez de aferrarse a una lectura textual de la norma, y al argumento de que se está trasladando el riesgo de la operación a la sociedad emisora, cosa que no era cierto porque se mantiene la inversión inicial, aunque solo reajustando su valor, y cuando en realidad es un mecanismo ideado para facilitar la *captación de nuevos fondos*

---

<sup>27</sup> A este ejemplo me refería ya en VELASCO, L.A., “La reforma...” cit., III, p. 1663.

<sup>28</sup> La licitud de estos aumentos ha venido siendo admitida por la doctrina y la jurisprudencia. Me remito a VELASCO, L.A., “Aumento de capital social mixto, en parte con nuevas aportaciones y en parte con cargo a reservas, y derechos de los accionistas (comentario a la STS de 28.5.1990)”, en CCJC, nº 23, 1990, pp. 675 y ss. Contemplando la cuestión específicamente desde la perspectiva de la asistencia financiera, y admitiendo asimismo su licitud, PAZ-ARES, C./PERDICES, A., *Los negocios... cit.*, p. 445 y ss.

<sup>29</sup> La licitud de estos acuerdos se ha venido manteniendo doctrinalmente: FLORES, M. S., *Adquisiciones... cit.*, p. 172; PAZ-ARES, C./PERDICES, A., *Los negocios... cit.*, p. 441.

<sup>30</sup> De nuevo me remito a VELASCO, L.A., “Las políticas de autocartera y dividendos”, en RODRIGUEZ ARTIGAS, F./ FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L./QUIJANO, J./ALONSO UREBA, A./VELASCO, L. A./ESTEBAN, G. (dir.), *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada*, Aranzadi, Cizur Menor 2016, II, pp. 290 y s.

*proprios*, seguramente necesarios para la continuidad de la actividad social<sup>31</sup>, y que es justamente lo contrario de lo que ha estado siempre en la base de la prohibición de asistencia financiera: vuelvo a repetir, evitar la depredación de activos sociales.

Para finalizar, y a mayor abundamiento, si nos atenemos a un examen estándar de la cuestión, que es lo que hacía la sentencia, se pueden descubrir asimismo fallos de argumentación. Particularmente, cabe objetar que aquí estuviéramos en realidad dentro de los supuestos estándar de aplicación de la prohibición de asistencia financiera. En este sentido, es cuestionable que este pacto tenga el carácter “financiero” que, después de todo, exige la norma, pues por tal deben considerarse solo aquellos negocios que “posibiliten de algún modo la obtención de recursos con los que efectuar los desembolsos necesarios para la suscripción de los títulos”, cosa que aquí no sucede en absoluto<sup>32</sup>.

Por otro lado, en la asistencia financiera es exigible un elemento intencional, que la sentencia reconoce al aludir a la necesidad de que haya una “finalidad” de favorecer o facilitar la adquisición. De nuevo aquí no se observa que tal finalidad exista, al tratarse de un *acuerdo accesorio* en el marco de un contrato de inversión de mayor amplitud<sup>33</sup>.

#### **4. Conclusión**

A la vista de las consideraciones que acabo de realizar, me reafirmo en que la sentencia ha establecido una doctrina bastante discutible, al encuadrar los *pactos accesorios de aseguramiento del valor de las acciones* en los acuerdos de financiación mediante aumentos de capital, dentro de la ya de por sí incorrecta prohibición cuasi absoluta de *asistencia financiera* que, de manera indebida y contraria a la evolución del Derecho europeo, el legislador español se ha empeñado en mantener contra viento y marea. Me temo que este fallo judicial va a ocasionar disturbios importantes en la práctica de estas operaciones, que se van a ver obstaculizadas por su planteamiento y, por lo tanto,

---

<sup>31</sup> También puede considerarse conforme al interés social fomentar el mantenimiento de la inversión —no se olvide que la revisión del precio de suscripción estaba vinculado a la permanencia de al menos un año—; interés que por cierto se ha hecho relevante en las últimas reformas del Derecho europeo y español de las sociedades cotizadas, al establecer un posible premio a la continuidad de la vinculación de los accionistas con la sociedad cotizada a través de las llamadas *acciones con voto por lealtad*: artículos 527 ter y s. LSC: FERNÁNDEZ, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, Madrcial Pons, Madrid 2017.

<sup>32</sup> VAQUERIZO, A., “Los pactos...” *cit.*, p. 282.

<sup>33</sup> Asimismo, se refiere a este argumento VAQUERIZO, A., “Los pactos...” *cit.*, p. 282 y s.

va a la postre a perjudicar la autofinanciación de las empresas, condicionando fuertemente las inversiones de sociedades de capital riesgo y fondos de inversión.

No sé si estas páginas servirán para que, en próximos casos que puedan plantearse, el alto tribunal se lo piense mejor, rectificando esta doctrina perturbadora, o que, finalmente, el legislador acometa la reforma de esta cuestión, lo que sería preferible. En todo caso, esta es la función de la academia: criticar constructivamente, en este caso a la jurisprudencia y la legislación.

### **Bibliografía citada**

AURIOLES, A., “Los leveraged buy-outs y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas”, en RDBB, nº 51, 1993, pp. 637 y ss.

BAYONA, R., *La prohibición de asistencia financiera para adquirir acciones propias*, Aranzadi, Cizur Menor 2002

CHAN HO, L., “Financial Assistance After Chaston and MT Realisations: Deep-six the Doublethink”, en *Journal of International Banking Law*, 10, 2003, p. 424

CLEMENTE, V., “Los pactos de aseguramiento del valor de la acción como supuesto de asistencia financiera”, en *La Ley Mercantil*, nº 105, septiembre de 2023

FERNÁNDEZ, M. C., *La asistencia financiera para la adquisición de acciones/participaciones propias*, Comares, Granada 2001

FERNÁNDEZ, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, Madrcial Pons, Madrid 2017

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

GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “La nueva regulación de las obligaciones convertibles en acciones”, en RDM, nº 195, 1990, pp. 7 y ss.

LARENZ, K., *Metodología de la ciencia del Derecho*, 2ª ed. definitiva, trad. española, Ariel, Barcelona 1980

PAZ-ARES, C., “Negocios sobre las propias acciones”, en AA.VV., *La reforma del Derecho español de sociedades de capital*, Civitas, Madrid 1987, p. 473 y ss.

- PAZ-ARES, C./PERDICES, A., *Los negocios sobre las propias acciones*, en Uría, R./Menéndez, A./Olivencia, M., *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, IV, 2º, B, Madrid 2003
- RONCERO, A., “Fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento del adquirente”, en Rodríguez Artigas, F./ Fernández de la Gándara, L./Quijano, J./Alonso Ureba, A./Velasco, L. A./Esteban, G. (dir.), *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor 2009, I, pp. 721 y ss.
- VAQUERIZO, A., “Los pactos accesorios de aseguramiento del valor de la acción”, en RdS, nº48, 2016, pp. 263 y ss.
- VAQUERIZO, A., *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Civitas, Madrid 2003
- VÁZQUEZ, J. C., *Régimen jurídico de la autocartera*, Marcial Pons, Madrid 1995
- VELASCO, L.A., "Las políticas de autocartera y dividendos", en Rodríguez Artigas, F./ Fernández de la Gándara, L./Quijano, J./Alonso Ureba, A./Velasco, L. A./Esteban, G. (dir.), *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada*, Aranzadi, Cizur Menor 2016, II, pp. 273 y ss.
- VELASCO, L.A., “Aumento de capital social mixto, en parte con nuevas aportaciones y en parte con cargo a reservas, y derechos de los accionistas (comentario a la STS de 28.5.1990)”, en CCJC, nº 23, 1990, pp. 675 y ss.
- VELASCO, L.A., “La adaptación del Derecho español a la reforma de 2006 de la Segunda directiva sobre la constitución y el capital de la sociedad anónima”, en RdS, nº 31, 2008, p. 117 y ss.
- VELASCO, L.A., “La reforma de la asistencia financiera en Europa”, en *Estudios de Derecho de Sociedades y Derecho Concursal. Libro homenaje al Profesor Rafael García Villaverde*, Marcial Pons, Madrid 2007, III, pp. 1655 y ss.
- YANES, P., *Las Acciones Rescatables en la Sociedad Cotizada*, Aranzadi, Cizur Menor 2004