

Universidad Pontificia Comillas



Trabajo de Fin de Máster: Especialidad de Derecho de la Empresa

Curso académico 2022-2023

Realizado por: Javier Manuel Tordesillas Rodríguez

Tutor: Luis Francisco Bermejo Reales

ÍNDICE

CONCLUSIONES ALCANZADAS.....	5
DESARROLLO DEL DICTAMEN	6
1. LA ADQUISICIÓN DE PARTICIPACIONES SOCIALES POR PARTE DE ABC Y LAS FORMALIDADES EN MATERIA DE PREVENCIÓN DEL BLANQUEO DE CAPITAL Y FINANCIACIÓN DEL TERRORISMO A CUMPLIR POR ABZ, XYZ Y HP	6
1.1. REQUISITOS PARA QUE ABC PUEDA ADQUIRIR PARTICIPACIONES EN UNA SOCIEDAD ESPAÑOLA.....	6
1.1.1. <i>Obtención del NIF</i>	6
1.1.2. <i>Inversión extranjera directa y declaraciones de inversión</i>	6
1.1.3. <i>Las centrales hidráulicas como infraestructuras críticas del Estado</i>	7
1.2. FORMALIDADES A CUMPLIR POR ABC, XYZ Y HP EN MATERIA DE PREVENCIÓN DE BLANQUEO DE CAPITAL Y FINANCIACIÓN DEL TERRORISMO.....	7
2. EL OTORGAMIENTO DE LA COMPRAVENTA ANTE EL NOTARIO ESPAÑOL: LAS FORMALIDADES DE LOS PODERES ESPECIALES Y SU ADMISIÓN POR EL NOTARIO AUTORIZANTE DE LA OPERACIÓN.	9
2.1. FORMALIDADES GENERALES SOBRE LOS PODERES.....	9
2.2. PODERES ESPECIALES OTORGADOS POR AMBAS SOCIEDADES.....	9
3. FORMALIDADES Y ACCIONES COMPLEMENTARIAS A TENER EN CUENTA CON CARÁCTER PREVIO O SIMULTÁNEO A LA EJECUCIÓN DE LA COMPRAVENTA.	11
3.1. LA TRANSMISIÓN DE PARTICIPACIONES SOCIALES EN DOCUMENTO PÚBLICO.....	11
3.2. EL PROCEDIMIENTO DE COMPRA DE LAS PARTICIPACIONES SOCIALES: SU POSIBLE CONSIDERACIÓN COMO ACTIVO ESENCIAL A LA LUZ DEL 160.F) LSC Y LA NECESARIA APROBACIÓN POR PARTE DE IESA.....	11
3.3. EL PROCESO DE <i>DUE DILIGENCE</i>	13
4. PACTOS PARASOCIALES: NATURALEZA JURÍDICA, LÍMITES Y CLÁUSULAS TÍPICAS LA NATURALEZA JURÍDICA DE LOS PACTOS PARASOCIALES Y LOS ACUERDOS A PLASMAR TENIENDO EN CUENTA LA DISTRIBUCIÓN DE CAPITAL 90/10. VALORACIÓN SOBRE SU ACCESIBILIDAD EN LOS EESS Y LA ESTRUCTURACIÓN DEL DERECHO A NOMBRAR ADMINISTRADORES PARA SU ACCESO AL REGISTRO.	16
4.1. LA NATURALEZA JURÍDICA DE LOS PACTOS PARASOCIALES.....	16
4.2. VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LOS PACTOS PARASOCIALES	17
4.2.1. <i>La oponibilidad del pacto parasocial frente a la Sociedad</i>	17
4.3.1. <i>Junta General</i>	19
4.3.2. <i>Consejo De Administración</i>	21
5. LA CONTINGENCIA FISCAL POR IVA DETECTADA EN LA AUDITORÍA LEGAL Y FISCAL Y LA COBERTURA VÍA “MANIFESTACIONES GARANTÍAS”: NATURALEZA, EFECTIVIDAD Y POSIBLES ALTERNATIVAS PARA HACER FRENTE A LA COBERTURA.	23
5.1. LAS MANIFESTACIONES Y GARANTÍAS (“ <i>REPRESENTATIONS & WARRANTIES</i> ”).....	23
5.2. ALTERNATIVAS A LA COBERTURA VÍA “MANIFESTACIONES Y GARANTÍAS”	24
6. LOS RIESGOS EN LA ADQUISICIÓN DE HP A TRAVÉS DE SU CAJA. LA FUSIÓN APALANCADA COMO ALTERNATIVA VIABLE PARA EVITAR LA EXISTENCIA DE ASISTENCIA FINANCIERA A TENOR DEL ART. 143.2 LSC.	27
6.1. LA CAJA DE HP Y LA POSIBLE EXISTENCIA DE ASISTENCIA FINANCIERA.....	27

6.2. MBO COMO ALTERNATIVA	27
6.2.1. Primera fase: caracteres generales de una operación LBO	27
6.2.2. Segunda fase: la fusión apalancada o Merger LBO	29
6.3. ESPECIAL MENCIÓN A LA FUSIÓN SIMPLIFICADA (ART. 42 LME)	31
7. EL TRASLADO A MADRID DEL DOMICILIO SOCIAL DE HP, LA REVOCACIÓN DE LOS PODERES GENERALES VIGENTES Y EL OTORGAMIENTO DE PODERES NUEVOS. ANÁLISIS DEL ÓRGANO COMPETENTE PARA LA ADOPCIÓN DE DICHS ACUERDOS Y FORMALIDADES QUE HAN DE CUMPLIRSE PARA SU VALIDEZ.	32
7.1. FORMALIDADES A OBSERVAR SI NO SE PRODUCE FUSIÓN APALANCADA	32
7.2. FORMALIDADES A OBSERVAR SI SE PRODUCE FUSIÓN APALANCADA	33
8. LA ESTRUCTURA DE LA REFINANCIACIÓN DE HP CON EL SINDICATO BANCARIO ALEMÁN Y EL REPAGO ANTICIPADO DE TODA LA DEUDA.	35
8.1. LA REFINANCIACIÓN CON EL SINDICATO BANCARIO ALEMÁN	35
8.2. PAGO ANTICIPADO DE LA DEUDA	36
8.3. OTROS RIESGOS PRESENTES EN LA OPERACIÓN	38
9. LA RESOLUCIÓN DEL CONTRATO VIGENTE DE O&M Y LA SUSCRIPCIÓN DEL NUEVO CONTRATO CON LA SOCIEDAD DEL GRUPO ABC: ANÁLISIS DE RIESGOS PRESENTES Y DEL ÓRGANO COMPETENTE PARA APROBAR LA OPERACIÓN	39
9.1. LOS RIESGOS PRESENTES EN LA RESOLUCIÓN ANTICIPADA DEL CONTRATO DE O&M	39
9.2. LA SUSCRIPCIÓN DEL NUEVO CONTRATO DE O&M CON LA SOCIEDAD DEL GRUPO ABC	40
9.3. OTROS ASPECTOS A TENER EN CUENTA EN LA OPERACIÓN	42
ANEXO I - FUENTES EMPLEADAS	43
ANEXO II - GRÁFICO DE LA OPERACIÓN	47

Este informe constituye la opinión de Tordesillas & Rodríguez Abogados SLP sobre las cuestiones planteadas. Su contenido es confidencial, y se destina de manera exclusiva a las personas en cuyo interés se emite. Su difusión a terceros y su reproducción externa requiere la autorización expresa de Tordesillas & Rodríguez Abogados SLP.

LISTA DE ABREVIATURAS

LEGISLACIÓN NACIONAL

Real Decreto de 22 de agosto de 1885, por el que se publica el Código de Comercio	CCom
Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil	CC
Real Decreto 1080/1991, de 5 de julio, por el que se determinan los países o territorios a que se refieren los artículos 2.º, apartado 3, número 4, de la Ley 17/1991, de 27 de mayo, de Medidas Fiscales Urgentes, y 62 de la ley 31/1990, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1991	RD 1080/1991
Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades	LIS
Real Decreto-ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica	RD - ley 7/1996
Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil	RD 1784/1996
Real Decreto 664/1999, de 23 de abril, sobre inversiones exteriores	RD 664/1999
Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil	LEC
Ley 24/2001, de 27 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social	Ley 24/2001
Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior	Ley 19/2003
Ley 41/2007, de 7 de diciembre, por la que se modifica la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario y otras normas del sistema hipotecario y financiero, de regulación de las hipotecas inversas y el seguro de dependencia y por la que se establece determinada norma tributaria	Ley 41/2007
Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles	LME
Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital	LSC
Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo	Ley 10/2010
Ley 29/2015, de 30 de julio, de cooperación jurídica internacional en materia civil	Ley 29/2015
Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley Concursal	TRLC

LEGISLACIÓN EUROPEA E INTERNACIONAL

Convenio de La Haya nº XII, de 5 de octubre de 1961, de Supresión de la Exigencia de Legalización en los Documentos Públicos Extranjeros	“Convenio de la Haya”
Reglamento (CE) 593/2008 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de junio de 2008, sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales	Reglamento Roma I
Reglamento 1215/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2012	REG (UE) 1215/2012
Directiva (UE) 2015/849 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2015	DIR (UE) 2105/849

OTRAS ABREVIATURAS

Estatutos Sociales	EESS
Daños y Perjuicios	DyP
Junta General	JG
Registro Mercantil	RMER
Reolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado	RDGRN
Resolución de la Dirección General de Seguridad Jurídica y Fe Pública	RDGSJyFP
Sentencia del Tribunal Supremo	STS
Sentencia de la Audiencia Provincial	SAP

CONCLUSIONES ALCANZADAS

Este **Dictamen** se elabora a petición de **ABC** y **XYZ** para responder a las dudas planteadas en el proceso de compraventa de **HP**. Las conclusiones alcanzadas son las siguientes:

- 1) La titularidad real de ABC supone un primer obstáculo en la operación. Las partes intervinientes deberán adoptar con carácter previo las cautelas necesarias en materia de prevención de blanqueo de capitales y financiación del terrorismo y atender a la condición de “infraestructura crítica” de las centrales hidráulicas titularidad de HP.
- 2) Los poderes especiales otorgados por ABC y XYZ deberán ser válidos y lo suficientemente amplios. El poder otorgado por ABC deberá superar el juicio de suficiencia y equivalencia ante el notario español, y estar apostillado y traducido.
- 3) Con carácter paralelo a la compraventa, los Socios deben conocer que se llevará a cabo un proceso de *Due Diligence*, que la venta de HP tendrá la consideración de venta de activo esencial (art. 160.f) LSC) en el seno de IESA, y que la transmisión de las participaciones sociales deberá constar en documento público.
- 4) Para pactar la organización societaria se recomienda a los Socios acudir a EESS siempre que sea posible, dado que su inscripción en el RMER hace que su contenido sea oponible frente a terceros. Si, por el contrario, y como sucede con el reparto de consejeros, no es posible recoger en EESS dicha previsión, los Socios deberán acudir al pacto parasocial.
- 5) Para cubrir la contingencia fiscal por IVA detectada, se recomienda a los Socios acudir a soluciones alternativas a las *reps & warranties*, como las *Specific Indemnities*.
- 6) La adquisición de HP empleando su caja supondría incurrir en un supuesto de asistencia financiera (art. 143.2 LSC). Como alternativa se propone a los Socios realizar una operación MBO previa constitución de una SPV. Tras la fusión, se podrán emplear los flujos de caja para el pago de la deuda adquirida.
- 7) En principio, el órgano de administración será el encargado de realizar el traslado del domicilio social, revocar poderes y otorgar otros nuevos, aunque existen especialidades que los Socios deben considerar si optan por la fusión.
- 8) La refinanciación con un sindicato bancario alemán puede impactar en aspectos como la ley aplicable al contrato o las garantías otorgadas. El cambio de control de HP y/o el pago anticipado de las deudas puede conllevar el abono de diversas comisiones y la necesidad de ampliar los fondos propios. Si se adquiere la deuda Socios con anterioridad, el pago anticipado será considerado operación vinculada.
- 9) La resolución del contrato de O&M implica una serie de riesgos que los Socios deberán observar atendiendo a su clausulado. Formalizar un nuevo contrato de O&M con una sociedad del grupo ABC da lugar a una situación de conflicto de interés en el seno de HP, en el que ABC tendrá que justificar la bondad de la operación.

DESARROLLO DEL DICTAMEN

1. La adquisición de participaciones sociales por parte de ABC y las formalidades en materia de prevención del blanqueo de capitales y financiación del terrorismo a cumplir por ABZ, XYZ y HP

1.1. Requisitos para que ABC pueda adquirir participaciones en una sociedad española

1.1.1. Obtención del NIF

1. Sí, ABC puede adquirir participaciones en la sociedad española, pero deberá cumplir con varios requisitos previos. En primer lugar, será necesario que ABC cuente con un NIF español. Esta es una *conditio sine qua non* que deben cumplir todas las sociedades extranjeras que deseen operar en el territorio español. Para obtener el NIF, será necesario que ABC solicite en la Oficina Consular de su demarcación su expedición, así como su inscripción en el Censo de Obligados Tributarios.
2. Una vez presentada la solicitud, el funcionario público de la Oficina Consular identificará al solicitante y procederá a comprobar la veracidad de la documentación aportada. Dada su condición de persona jurídica, ABC deberá acreditar, entre otros aspectos, su personalidad jurídica, denominación o razón social, su nacionalidad, domicilio fiscal o la identidad de sus representantes (nombre, apellidos, denominación y número de identificación fiscal) tanto en el país de residencia de la sociedad como en España, en caso de tenerlos.

1.1.2. Inversión extranjera directa y declaraciones de inversión

3. Tras obtener el NIF español, y dada a su condición de sociedad domiciliada en el extranjero, ABC deberá cumplir con los requisitos legales previstos para las inversiones extranjeras directas en territorio español. La legislación española, siguiendo el marco jurídico fijado por el REG (UE) 2019/452, consagra en la DT única del RD-ley 34/2020 la necesidad de que las llamadas “inversiones extranjeras directas” queden sometidas a autorización cuando, si bien fuesen realizadas por residentes en EM de la UE, la titularidad real correspondiere a un no residente.
4. Igualmente, el RD 664/1999 declara que la sociedad extranjera, una vez realizada la inversión en España, deberá hacer una “declaración” (art. 4). Ahora bien, en función de la procedencia real de la inversión, será necesario realizar también una declaración previa a la inversión, conforme a lo establecido en el art. 4.2.a) RD 664/1999. En nuestro supuesto, y tal y como se explicará *infra*, las circunstancias concurrentes hacen necesario que la sociedad ABC, en el proceso de adquisición de las participaciones sociales, cumpla con las dos declaraciones. A tales efectos, ABC deberá cumplimentar el modelo DP-1 con carácter previo a la inversión, y el D-1A con posterioridad.

1.1.3. Las centrales hidráulicas como infraestructuras críticas del Estado

5. Finalmente, será preceptivo que, en virtud de lo dispuesto en los artículos 6, 7 y 7 bis 2a) Ley 19/2003, la sociedad ABC obtenga una autorización administrativa para realizar la inversión. Dichos artículos regulan la suspensión del régimen de liberalización de determinadas inversiones extranjeras directas en España por razón del objeto de la inversión.
6. A efectos de nuestro caso, dicha suspensión afecta a las inversiones en “*infraestructuras críticas*”, entre las que cabe incluir¹ las centrales hidráulicas en España de las que HP es titular (Anexo I RD 1955/2000). Por ello, será necesaria la obtención de la autorización administrativa para proceder a la inversión². Igualmente, el art. 133 del RD 1955/2000 regula la necesidad de obtener autorización administrativa cuando se transmita la titularidad de una instalación de producción de energía - como lo es una central hidráulica - y, conforme al art. 2, letra m) Ley 8/2011, el nuevo inversor pasaría a ser un “operador crítico” en tanto que entidad responsable del funcionamiento de una infraestructura crítica del Estado.

1.2. Formalidades a cumplir por ABC, XYZ y HP en materia de prevención de blanqueo de capitales y financiación del terrorismo

7. La ley de referencia en materia de prevención de blanqueo de capitales y financiación del terrorismo es la Ley 10/2010. Conforme a los artículos. 2.n), 2.ñ) y 2.m) los notarios, abogados y auditores de cuentas, respectivamente, son sujetos obligados y deberán actuar profesionalmente con la diligencia debida, en cumplimiento de las disposiciones de la citada norma. El art. 3 obliga a estos sujetos a identificar a las personas jurídicas que pretendan establecer relaciones de negocio o intervenir en operaciones en territorio español. Dicha identificación deberá realizarse con carácter previo a la operación en cuestión.
8. Ahora bien, el art. 4 Ley 10/2010 también establece que los sujetos obligados deberán identificar al titular real, adoptando las medidas que fueran necesarias para comprobar su identidad antes de establecer relaciones de negocio. En esta línea, el art. 4.2.b) Ley 10/2010 establece que será titular real la persona jurídica que en última instancia posea un porcentaje igual o superior al 25% del capital social o de los derechos de votos de una compañía, o ejerza control sobre la misma. Además, el art. 4.2.c) Ley 10/2010 define quiénes se entenderán en última instancia como los titulares reales del fideicomiso³, y el art. 4 ter de la misma norma consagra ciertas especialidades sobre la información que tendrán que suministrar. Teniendo en cuenta la estructura del capital social de ABC, XYZ, HP y el resto de sujetos intervinientes en la operación deberán atender a la titularidad real de esta sociedad.

¹ Se entienden infraestructuras críticas las destinadas a la producción de “energía” (art. 7 bis 2.a) Ley 19/2003).

² El art. 10 RD 664/1999 prevé que la solicitud de autorización se dirigirá al Director general de Política Comercial e Inversiones Exteriores y será resuelta por el Consejo de Ministros. Ahora bien, se estudiaría la posibilidad de acudir al procedimiento de autorización simplificada de la DT2^a del RD-ley 11/2020 por el importe total de la operación (1M de Euros).

³ Entre ellos, el fideicomitente, el fideicomisario, los beneficiarios o cualquier otra persona que ejerza el control del fideicomiso.

9. Además, y conforme al art. 1 del RD 1080/1991 son varios los Estados que tienen la consideración de “paraísos fiscales”⁴ para el Reino de España. Entre estos Estados, identificamos las Islas Vírgenes Británicas (art. 1.35 RD 1080/1991) - donde se encuentra domiciliada la sociedad “Global”, titular del 100% del capital social de ABC - y Bermuda (art. 1.14 RD 1080/1991)- donde radica domiciliada la sociedad “Trust”, que es a su vez titular del 100% del capital social de Global-.
10. Con ninguno de estos Estados ha firmado el Reino de España acuerdo de cooperación en materia fiscal⁵, por lo que tendrán la consideración de “paraísos fiscales” a todos los efectos en nuestra jurisdicción; y ello con independencia de la condición que les otorgue la UE⁶. En consecuencia, se recomienda a todas las Partes cumplir de manera rigurosa con las disposiciones de la Ley 10/2010 para reducir los riesgos existentes en materia de prevención del terrorismo y blanqueo de capitales⁷, cuya materialización sería devastadora para el conjunto de la operación.
11. Igualmente, los artículos 5 y 6 de la Ley 10/2010 establecen, respectivamente, que los sujetos obligados obtendrán información sobre el objetivo de la relación de negocios y deberán aplicar medidas de seguimiento continuo de la relación de negocios, entre las que se incluirá el escrutinio de las operaciones realizadas o el origen de los fondos. Finalmente, el art. 11 obliga a los sujetos afectados a aplicar medidas de diligencia debida, de conformidad con la decisión de la Comisión Europea adoptada en virtud del artículo 9 de la DIR (UE) 2015/849. Recomendamos que dichas medidas sean especialmente reforzadas atendiendo a los riesgos existentes.

***Tordesillas & Rodríguez SLP advierte a los Socios que en la fecha en la que se emite el presente Dictamen, y desde noviembre de 2021, se está tramitando un nuevo Proyecto de Real Decreto para Inversiones Extranjeras cuya aprobación definitiva podría modificar ciertos aspectos jurídicos de relevancia. El contenido del proyecto ya es tenido en cuenta para la calificación de las solicitudes de inversión sobre infraestructuras críticas.**

⁴ La consideración de jurisdicción no cooperativa en materia fiscal responde a varios criterios, entre otros: (a) la falta de intercambio de información tributaria; (b) la existencia de un acuerdo con el Estado español para evitar la doble imposición internacional; o (c) por los resultados de las evaluaciones llevadas a cabo por el Foro Global de Transparencia e Intercambio de Información con Fines Fiscales (DA 1ª de la Ley 36/2009).

⁵ Así puede observarse en la relación de acuerdos de cooperación fiscal publicada por la Agencia Tributaria, que recoge aquellos Estados que, a raíz de la firma de estos acuerdos internacionales, han dejado de tener la consideración de “paraíso fiscal” para el Reino de España.

⁶ El Consejo de la UE define qué jurisdicciones son no cooperativas a efectos fiscales con la Unión. En su última lista, publicada el 4 de octubre de 2022, sí se encuentra incluida Islas Vírgenes Británicas, aunque no Bermuda.

⁷ El blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo son delitos tipificados en el CP.

2. El otorgamiento de la compraventa ante el notario español: las formalidades de los poderes especiales y su admisión por el notario autorizante de la operación.

2.1. Formalidades generales sobre los poderes

12. En primer lugar, el poder otorgado ha de ser válido. Este es un requisito esencial sin el cual será imposible otorgar la compraventa. Así, el poder deberá de ser válido en cuanto al fondo, lo que se regirá por la ley española de conformidad con el art. 10.1⁸ CC, pues España es el Estado en el que se van a ejercitar las facultades conferidas por el poder. Además, conforme al art. 9.1 CC, la capacidad del poderdante y del apoderado se regirá por la respectiva ley nacional, mientras que el art. 11 CC determina la forma en las que debe constar el poder para que éste sea válido **(1)**.
13. También es importante que el poder conste en documento público atendiendo al art. 1280.5^o CC, pues establece que en la jurisdicción española deberá constar en documento público cualquier poder para la administración de bienes, o cuyo objeto sea un acto redactado o haya de redactarse en escritura pública. Además, el art.98 de la Ley 24/2001, relativo al juicio de suficiencia de la representación o apoderamiento por el Notario, también lo exige así, y la doctrina ha reiterado que el poder debe constar en documento público cuando el negocio jurídico que se vaya a instrumentar también deba hacerlo **(2)**.

2.2. Poderes especiales otorgados por ambas sociedades

14. Nos encontramos con que los Socios han otorgado un poder especial en sus respectivos domicilios para hacer efectiva la compraventa de las participaciones sociales de HP. Por ello, y con independencia de los requisitos generales de validez que acabamos de mencionar, realizamos un análisis pormenorizado de cada uno de ellos para ver las formalidades que éstos han de cumplir.

(i) Poder de ABC

15. ABC es una “S.A.R.L” luxemburguesa, por lo que el otorgamiento de un poder especial en su domicilio no podrá hacerse valer en territorio español de manera directa, sino que tendrá que cumplir con varios requisitos. La doctrina ha establecido reiteradamente que el poder otorgado en el extranjero deberá reunir los mismos “elementos estructurales”**(3)** del poder que se hubiera otorgado en España; es decir:

(a) El notario que otorgó el poder en el extranjero deberá de ser una autoridad pública entre cuyas competencias se encuentre la de autorizar poderes de representación;

(b) El notario extranjero debe haber actuado ejerciendo funciones equivalentes o similares a las realizadas por el notario español cuando éste autoriza el otorgamiento de poderes **(4)**.

⁸ Entre otras, RDGSJyFP, de 4 de junio de 2020.

16. En consecuencia, el notario español realizará lo que la doctrina ha denominado como “*juicio de suficiencia y equivalencia*” (5). La RDGRN de 17 de abril de 2018, entre otras, es meridiana al respecto a la hora de identificar cómo ha de llevar a cabo el fedatario público español este examen, siendo necesario para ello que el documento identifique al notario autorizante, la ley extranjera en cuya virtud se haya autorizado, la existencia de apostilla y legalización, y la declaración responsable del notario sobre la equivalencia funcional del poder en el tráfico jurídico internacional. Así, el fedatario público español asegurará que el documento público no contraviene el orden público *ex art.* 56 de la Ley 29/2015⁹.
17. Finalmente, y para que quede constancia del carácter público del poder otorgado en el extranjero, éste deberá presentarse ante el notario español acompañado de la apostilla de La Haya¹⁰ o cualquier otro mecanismo de legitimación legalmente aceptado (6) (323.2.21 LEC), así como de la traducción a lengua española (que se recomienda en todo caso que sea “jurada” para asegurar su oficialidad).

(ii) Poder de XYZ

18. XYZ en una SL española que ha otorgado un poder especial en su domicilio social. Para que el notario autorizante de la operación admita dicho poder, éste tendrá que ser lo suficientemente amplio, no estar revocado, elevado a escritura pública y aprobado por el órgano competente. No deberá reunir los requisitos adicionales previstos para los poderes otorgados en el extranjero, pero deberá autorizar al apoderado a llevar a cabo la operación. Además, si las participaciones sociales que se pretenden adquirir revisten el carácter de activo esencial para XYZ, será recomendable que se acredite de manera fehaciente el acuerdo de la JG y la capacidad del representante para efectuar la operación.

⁹ En caso de que fuera necesaria la inscripción del poder, habría que atender a los requisitos consagrados en el art. 60 Ley 29/2015 y en el art. 36 RH.

¹⁰ Conforme al artículo. 1.c) del Convenio de La Haya, los documentos notariales tendrán la consideración de documento público.

3. Formalidades y acciones complementarias a tener en cuenta con carácter previo o simultáneo a la ejecución de la compraventa.

3.1. La transmisión de participaciones sociales en documento público

19. El art. 106 LSC establece que la transmisión de participaciones sociales deberá constar en documento público. Así, para que la adquisición produzca efectos, será preceptiva la intervención de un notario que haga constar en escritura pública la adquisición de las participaciones sociales de HP.
20. Ahora bien, si dicha transmisión no se escritura en documento público, tampoco sería declarada como nula e insubsanable, dada la necesaria observancia del principio de libertad que rige en todo momento la formalización de este tipo de negocios jurídicos *ex arts. 1278 CC y 51 Ccom (7)*.
21. No obstante, y como ha señalado la jurisprudencia (entre muchas otras, SAP de Madrid de 12 de mayo de 2008, SAP de Sevilla de 25 de febrero de 2005), el otorgamiento de la escritura pública será necesaria para que la transmisión de las participaciones sociales surta efectos frente a terceros; de lo contrario, y si bien el acuerdo privado de transmisión de participaciones sociales será válido entre las partes intervinientes, la sociedad podrá llegar a desconocer quién es el adquirente, al que le podría exigir el otorgamiento de la escritura pública para reconocerlo como socio y para que pueda ejercitar los derechos que le vienen atribuidos dada su condición¹¹.
22. Por ello consideramos fundamental que las partes formalicen en escritura pública la compraventa de las participaciones sociales¹², si bien los Socios deben tener presente, como reconocen la STS de 5 de enero de 2012, y la STS de 14 de abril de 2021, que el requisito de hacer constar en documento público la compraventa de las participaciones sociales tiene efectos *ad probationem* frente a terceros y no *ad solemnitatem*¹³.

3.2. El procedimiento de compra de las participaciones sociales: su posible consideración como activo esencial a la luz del 160.f) LSC y la necesaria aprobación por parte de IESA.

23. Asimismo, la transmisión de participaciones sociales sigue el régimen de la transmisión voluntaria por actos *inter vivos* (art. 107 LSC). No obstante, y si bien dicho artículo regula el proceso de transmisión de participaciones sociales en el marco de las sociedades de capital, no nos remitimos a su explicación dado que la *target* tiene un único socio y la decisión la tomará su matriz IESA directamente; siguiendo, eso sí, el proceso correspondiente.

¹¹ AAP Huelva, de 12 de febrero de 2003

¹² Los adquirentes (ABC y XYZ) no serán plenamente socios de la sociedad hasta que ésta no sea notificada de manera fehaciente. Es extensa la jurisprudencia que exige aportar la escritura de compraventa de las participaciones sociales para poder constatar la identidad y la condición de socio (SAP de Valladolid, de 7 de junio de 2017; SAP de Alicante de 22 de marzo de 2012; SAP de Barcelona, de 25 de abril de 2006). **(F-1)**.

¹³ La transmisión de las participaciones sociales deberá constar en el Libro Registro de Socios, y no en el RMER. La RDGRN de 11 de octubre de 1999 señala que, con carácter general, la titularidad de las participaciones sociales “fluye” al margen del RMER y no es posible alterar las reglas de su tráfico.

24. Por ello, también hay que abordar la transmisión de participaciones sociales desde la óptica del artículo 160.f) LSC, que consagra como competencia de JG deliberar y decidir sobre la adquisición, enajenación o aportación esencial de los activos esenciales de la sociedad. Entendemos que la venta del 100% de las participaciones de HP tendrá la consideración de venta de un activo esencial en el seno de IESA¹⁴, dado que es su único activo. Ahora bien, desconocemos si también lo será en el seno de XYZ en lo referido a la adquisición. Por estos motivos, analizamos sucintamente la cuestión.
25. Conforme al art. 160.f) LSC, se presumirá que nos encontramos ante un activo esencial cuando éste supere el 25% del valor de la totalidad de los activos que figuren en el balance. La doctrina ha considerado, no obstante, que ésta es únicamente una presunción *iuris tantum*, y ha de realizarse siempre una interpretación de la esencialidad de un activo conforme a criterios cualitativos (8).
26. Se ha admitido doctrinalmente que un determinado activo pueda no ser esencial aunque la operación supere el 25% de los activos de la sociedad - debiendo los administradores justificar su no esencialidad -, y que un activo que no supere dicho porcentaje pueda ser considerado activo esencial si su transmisión altera o modifica el desarrollo normal de la actividad de la empresa - quedando ahora los administradores obligados a someter la ejecución de la operación a la voluntad de la JG-. Así, para valorar efectivamente si un activo reúne o no la condición de “esencial”, será necesario analizar cómo su enajenación afecta al desarrollo del objeto social (9).
27. Si bien la jurisprudencia y la doctrina administrativa han mantenido criterios abiertamente dispares sobre los efectos derivados de la enajenación de un activo esencial sin autorización de la junta general¹⁵, la muy reciente SAP de Salamanca, de 6 de septiembre de 2022, ha sido alabada por la doctrina por su minucioso análisis de la cuestión.
28. Los Socios han de tener presente que, si el órgano de administración de IESA autoriza la venta de las participaciones sociales de HP sin autorización de la junta general, y siendo éstas un activo esencial para IESA, dicho acto podrá ser impugnado por los socios de IESA. Ello provocaría que los actos de los administradores de IESA no fueran eficaces, al haber actuado con extralimitación de las competencias que tienen atribuidas *ex LSC*; más aún atendiendo a la previsión de carácter imperativo recogida en el art. 160.f) LSC y entendiendo que el voto favorable de la junta general es una condición *sine qua non* para la validez del negocio jurídico de transmisión. Ello con independencia de que el tercero adquirente (los Socios) fueran terceros de buena o mala fe. Las mismas consideraciones deberán tenerse en cuenta en el seno de XYZ si la compra de las participaciones supone la adquisición de un activo esencial.

¹⁴ La RDGSJyFP de 13 de abril de 2021 indica que el concepto “activo esencial” es un concepto jurídico indeterminado, y han de descartarse aquellas interpretaciones de la LSC que sean incompatibles, no solo con su “*ratio legis*”, sino también con la “*agilidad del tráfico jurídico*”.

¹⁵ La SAP de Salamanca de 6 de septiembre de 2022, hace un análisis de la disparidad existente en la jurisprudencia. Pueden destacarse pronunciamientos que señalan que, aunque se enajene un activo esencial sin la aprobación de la junta general, se podrá aplicar de manera analógica el art. 234.2 LSC a los terceros de buena fe (SAP de Ourense, de 16 de octubre de 2008), y otros que se pronuncian declarando la ineficacia del negocio jurídico al no quedar la sociedad vinculada frente a los actos de los administradores *ex art. 1261 CC*, pues éstos habrían actuado con exceso de poder (SAP de Asturias de 26 de febrero de 2020).

3.3. El proceso de *Due Diligence*

29. De manera paralela al proceso de compraventa de participaciones sociales, será necesaria la realización de un proceso de *Due Diligence* (10) cuyo objetivo es el de establecer un criterio para el reparto de riesgos entre vendedor y comprador atendiendo al estado de las cuentas y estados financieros del negocio *target* y a las contingencias detectadas (11). Además, su elemento definitorio lo constituirá el “estándar de diligencia”(12).
30. En el proceso de compraventa podemos identificar varias fases bien diferenciadas (13), que abarcan desde la decisión de compra hasta las operaciones realizadas con carácter posterior a la transacción, como la actualización de la *Due Diligence*. Por su especial relevancia, nos detenemos en las fases relativas a la *Due Diligence*, analizada desde una perspectiva *Buyer´s Due Diligence* en la que el control de la misma recaerá sobre los Socios:

(i) *Primeros contactos entre Socios e IESA*

31. Inicialmente, los Socios deberán contactar con IESA, como socio único de la *target* (HP), para comenzar las negociaciones, que suelen limitarse a los aspectos básicos de la transacción. Los Socios, habiendo negociado los elementos básicos, formalizarán una carta de intenciones (LOI¹⁶), hoja de términos (*terms sheet*) o un memorando de entendimiento (MOU).
32. Generalmente, dicha carta de intenciones recogerá aspectos como la identificación del comprador y vendedor, la descripción de la *target*, el precio orientativo sujeto a ajustes, el tiempo de validez de la LOI, la definición de aquellos parámetros que vayan a servir de referencia para ajustar el precio (por ejemplo, EBITDA o CAPEX), los pactos de confidencialidad o NDA (*non disclosure agreement*) que hayan alcanzado las partes, los plazos o *deadlines* de la operación de compraventa, o el tratamiento de las contingencias fiscales que puedan detectarse (14).

(ii) *La revisión de la empresa*

33. La fase de revisión de la empresa, articulada a través de la *Due Diligence*, comprende a su vez varios hitos ciertamente relevantes. En primer lugar, los Socios deberán identificar sus principales preocupaciones, suscribir los acuerdos de confidencialidad necesarios con el vendedor (15) y solicitar la documentación e información que tendrá que ser objeto de revisión para conocer el estado de la sociedad *target*. Es habitual que la documentación se reciba en una *data room* virtual y que las partes firmen una *disclosure letter* en la que se recoja la información proporcionada, lo que tendrá especial relevancia para la elaboración de las “*reps & warranties*”.
34. A través de la *Due Diligence* se analizarán las materias que los Socios consideren esenciales. Con carácter general, se revisan los aspectos financieros, fiscales, legales, laborales o penales

¹⁶ El contenido de las LOI y MOU es en la práctica muy heterogéneo. Generalmente, las LOI pueden quedar englobadas dentro de los llamados “tratos preliminares” que, en principio, no vinculan a las partes; por el contrario, tan solo recogerían su compromiso de negociar un futuro acuerdo de buena fe, e incluso es común que las partes recojan que el inicio de las negociaciones en ningún caso obliga a la conclusión del acuerdo. Ahora bien, lo anterior no quiere decir que no existan cláusulas que sí lo sean, siendo buen ejemplo de ello los deberes de exclusividad o las obligaciones de confidencialidad. En este sentido, el TS se ha pronunciado en diversos supuestos destacando el carácter de precontrato que revestía la carta de intenciones (STS 523/1991, de 4 de julio), o negándolo (STS 516/1998, de 3 de junio). (F-2).

de la empresa¹⁷. No obstante, la *Due Diligence* no se encuentra limitada a estas materias, pudiendo los Socios decidir si ampliar el espectro de revisión a otros campos como IT, medioambiente o el estado del mercado (16).

35. Además, y como parte del proceso de *Due Diligence*, será frecuente intercambiar con la sociedad *target* información adicional que se considere de relevancia. Dicha información podrá ser solicitada tanto por escrito a través de interlocutores autorizados por las partes, como mediante entrevistas con el equipo gestor de la *target (management due diligence sessions)* o con los asesores de la sociedad en materias concretas (*expert sessions*) (17).
36. Igualmente, y dada la importancia que reviste la titularidad de las centrales hidráulicas de la sociedad *target* para el conjunto de la operación, es frecuente en la práctica que se realicen revisiones *in situ* de las instalaciones (*site visits*) destinadas a conocer de su estado y funcionamiento.
37. A su vez, debemos remitirnos a lo establecido anteriormente (*vid. ¶6*) cuando hacíamos referencia a la necesaria autorización administrativa para la transmisión de la titularidad de infraestructuras críticas para el Estado. Si HP es titular de una infraestructura crítica, deberá comunicar dicha información a los Socios e indicar la calificación administrativa de las centrales hidráulicas. Los Socios solicitarán en la *Due Diligence* esta información.
38. Finalmente, recordamos que los Socios e IESA deberán actuar cumpliendo el estándar de diligencia debida que caracteriza a un proceso de *Due Diligence*; estándar cuyo incumplimiento puede originar responsabilidad (18). Asimismo, deben tener en cuenta los Socios que la ruptura de los compromisos de confidencialidad alcanzados con el vendedor puede generar la obligación de indemnizar los DyP ocasionados (art. 1902 CC).

(iii) Análisis de las conclusiones alcanzadas, elaboración del informe Due Diligence y negociación del SPA

39. Concluida la *Due Diligence*, se redactará un informe en el que se recogerán las conclusiones alcanzadas. Este informe podrá ser de dos tipos:
 - (a) *Full-form report*: describe todas las cuestiones que han sido objeto de análisis y que guarden relevancia para la operación, y;
 - (b) *Red-flags report*: se extiende únicamente sobre las contingencias que hayan podido detectarse en el análisis y se clasifican en función del riesgo que representan (19). Este es el tipo de informe por el que suelen optar la mayoría de los compradores y cuya utilización recomendamos.

¹⁷ Sin ánimo de extendernos, subrayamos varios ejemplos de información que podría solicitarse para su revisión. A nivel societario, es habitual solicitar la escritura de constitución, los EESS, las escrituras de modificación de los mismos, los poderes de representación, las cuentas anuales o los pactos parasociales si existieran. A nivel financiero, podrían solicitarse los contratos de crédito, préstamo o leasing suscritos, los préstamos participativos existentes o las garantías - reales o personales - otorgadas. O, a nivel laboral, podrían solicitarse los certificados que acrediten estar al corriente de pago con la AEAT o los litigios que se estuvieran tramitando, aunque debemos tener en cuenta que HP no cuenta con trabajadores.

40. Un ejemplo de contingencia legal que podría recogerse en nuestro supuesto en el informe *Due Diligence* sería la forma social de la sociedad *target* (HP), pues tiene la condición de SL y no de SLU cuando su socio único es IESA¹⁸. Además, y como veremos más adelante (*vid.* ¶122), será también relevante atender en nuestro supuesto a la existencia de cláusulas de cambio de control en los contratos de financiación suscritos por la *target* (20).
41. Cuando los Socios hayan extraído sus conclusiones a través del informe, negociarán su incorporación a la documentación de carácter vinculante que rija la operación, por ejemplo, el contrato de compraventa (21). A la vista de las contingencias detectadas, los Socios valorarán su impacto sobre el precio de la compraventa y podrán proponer un ajuste de precio si consideran que ha existido una sobrevaloración de la empresa (22), o definir un precio contingente en aquellos supuestos en los que los riesgos detectados puedan no materializarse.
42. También es habitual que comprador y vendedor negocien en esta fase la realización de las “manifestaciones y garantías”, la estipulación contractual de cláusulas indemnizatorias como alternativa al precio contingente, o la definición de las condiciones suspensivas que puedan llevar aparejadas el desistimiento del contrato por el comprador (23).

(iv) **Redacción del SPA**

43. Negociados sus términos, se procede a la firma del SPA, que recogerá los acuerdos finales alcanzados por las partes tras la *Due Diligence*. El SPA definirá los ajustes *post closing* (24) y cómo se consumará la adquisición de las participaciones. Será vital delimitar en este apartado que el 90% de las participaciones serán adquiridas por ABC y el 10% restante por XYZ.
44. A este respecto, se podrá pactar la consumación simultánea de la operación o, si así lo desean, una consumación diferida a través de la estipulación de una “*condition precedent*” cuya realización sea necesaria para ejecutar la compraventa. También podrán definir una “*condition subsequent*” si quieren resolver la compraventa por la producción de un suceso determinado (25).

(v) **Acciones posteriores a la transacción (post closing actions).**

45. Formalizado el contrato, es habitual la ejecución de ajustes posteriores que deben estar recogidos, en todo caso, en el contrato de compraventa. Entre los más habituales encontramos la ejecución de las cláusulas *earn - out*, cuyo objetivo es ejecutar el pago de una parte o del total del precio que haya sido aplazado en virtud del contrato, o los ajustes producidos como consecuencia de la evolución de las contingencias detectadas en la fase de la *Due Diligence* y que dieron lugar al pacto de una garantía (26).

¹⁸ El art. 14 LSC establece que la no declaración de la unipersonalidad sobrevinida en el plazo de seis meses provocará que el socio único tenga que responder con carácter personal, ilimitado y de manera solidaria respecto de las deudas sociales que se hayan contraído durante el período de unipersonalidad

4. Pactos parasociales: naturaleza jurídica, límites y cláusulas típicas La naturaleza jurídica de los pactos parasociales y los acuerdos a plasmar teniendo en cuenta la distribución de capital 90/10. Valoración sobre su accesibilidad en los EESS y la estructuración del derecho a nombrar administradores para su acceso al registro.

4.1. La naturaleza jurídica de los pactos parasociales

46. Los Socios sí deberían valorar la posibilidad de suscribir un pacto parasocial. Los pactos parasociales pueden ser definidos como aquellos convenios celebrados en el seno de una sociedad entre todos o algunos de sus socios con el objetivo de completar, modificar o definir, en sus relaciones de carácter interno, las reglas que han de regirlas. La reciente STS de 7 de abril de 2022 definió los pactos parasociales como los convenios celebrados por todos o algunos socios para regular sus relaciones dentro de la sociedad sin acudir a los cauces legales y estatutarios previstos.
47. La validez de los pactos parasociales se asienta sobre la autonomía de la voluntad de las partes¹⁹, y alcanzará a todos los socios que lo suscriben, pero no a terceros ajenos al mismo, como puede ser la sociedad *ex art. 29 LSC*²⁰. Cuestión más controvertida es la de definir cuál es el límite de los pactos parasociales. Tradicionalmente, la jurisprudencia ha considerado que es el derecho de contratos el que determina los límites de la validez de los pactos parasociales²¹. Así, serán válidos siempre que no superen los límites de la autonomía de la voluntad²²; es decir, no podrán recoger disposiciones contrarias a la ley, la moral y el orden público (1255 CC)²³.
48. Ahora bien, el problema radica en descifrar qué ha de entenderse por ley a los efectos del artículo 1255 CC, y en discernir si los límites a la validez de los pactos parasociales se predicán exclusivamente respecto de las normas de derecho de contratos o si la normativa societaria también actúa como límite de estos. Si bien es extenso el corpus doctrinal que ha analizado

¹⁹ La STS de 7 de abril de 2022 afirma que los pactos parasociales se considerarán válidos *"siempre que no superen los límites impuestos a la autonomía de la voluntad"* y los define como *"un contrato asociativo distinto del contrato social, que no se integra en el ordenamiento de la persona jurídica (...) despliega sus efectos en el ámbito de las relaciones obligatorias de quienes lo celebran"*.

²⁰ La SAP de Barcelona de 30 de septiembre de 2013 establece que *"los pactos parasociales se mantienen eficaces entre quienes los hubieran suscrito"*. También la doctrina administrativa se ha pronunciado al respecto. La RDGRN de 24 de marzo de 2010 establecía que *"si lo que estipulan los socios es un mero pacto convencional entre ellos, configurándose como uno de los llamados pactos parasociales"*, en ningún caso será este *"imputable a la Junta General ni, por tanto, a la sociedad"*.

²¹ Entre otras, SAP de Asturias de 30 de diciembre de 2009.

²² Entre otras, STS de 6 de marzo de 2009; STS de 10 de diciembre de 2008; STS de 5 de marzo de 2009.

²³ La STS de 4 de junio de 2010 afirma a la hora de examinar la licitud de los pactos parasociales que estos *"no están constreñidos por los límites que a los acuerdos sociales y a los estatutos imponen las reglas societarias"* En este sentido, la STS de 23 de octubre de 2012 afirma que estarán limitados por lo previsto en el art. 1255 CC.

esta cuestión²⁴, la tesis mayoritaria se inclina por afirmar que serán válidos los pactos parasociales que no quebranten las normas societarias de carácter imperativo (27).

4.2. Ventajas y desventajas de los pactos parasociales

49. La principal ventaja que ofrecen los pactos parasociales es que permiten a los socios regular de manera directa la organización de la sociedad, superando los tradicionales problemas de rigidez que plantea la inscripción de los EESS en el RMER. En la práctica es habitual que los socios acudan a un pacto parasocial para reflejar aquellas cláusulas que no podrían figurar en EESS al contravenir alguna de las previsiones del tipo social - siempre, claro está, que no contravinieren a su vez las normas societarias de carácter imperativo-.
50. Ahora bien, los pactos parasociales se han enfrentado tradicionalmente a un gran obstáculo que salvan los EESS: su oponibilidad frente a la Sociedad conforme al art. 29 LSC. Sirva de ejemplo la STS de 20 de febrero de 2020, que exponía que la validez del pacto parasocial únicamente podría hacerse valer a través de una reclamación entre contratantes al carecer de efectos frente a la sociedad²⁵; y ello porque esta era considerada un tercero ajeno al pacto.

4.2.1. La oponibilidad del pacto parasocial frente a la Sociedad

51. Por el contrario, si la sociedad no es un tercero ajeno al pacto, sí que puede quedar vinculada por éste. En esta línea, son dos las principales vías reconocidas por la doctrina a través de las cuales los Socios podrán hacer que el pacto de socios sea oponible frente a la sociedad:

(i) *La sociedad forma parte del pacto parasocial*

52. Si todos los socios son parte del pacto parasocial - dotándolo de una naturaleza unilateral - la sociedad sí estará vinculada al no ser un tercero (28). Ahora bien, esa eficacia societaria no tendrá efectos *erga omnes*. Además, será posible superar la inoponibilidad del pacto parasocial frente a la sociedad cuando sea ésta la que propiamente lo suscriba²⁶ - aunque será necesario para ello, como norma general, que todos los socios hayan suscrito el pacto

²⁴ El reconocido catedrático Paz Ares, máxima autoridad en materia de pactos parasociales, aseguraba que la validez de los pactos parasociales sólo podría enjuiciarse con el “rasero de la imperatividad general del derecho de obligaciones.” (F-3). De manera más reciente, también esgrimió que para valorar la licitud de los pactos parasociales solo se ha de atender a la imperatividad sustantiva del derecho privado (F-4).

²⁵ La STS de 20 de febrero de 2020 afirmaba que “(...) la eficacia del pacto parasocial, perfectamente lícito, no puede defenderse atacando la validez de los acuerdos sociales que resulten contradictorios con los mismos, sino que debe articularse tal defensa a través de una reclamación entre los contratantes basada en la vinculación comercial existente entre los firmantes del pacto, pues este no tiene efectos frente a la sociedad ni, por tanto, en un litigio de naturaleza societaria como es el de impugnación de acuerdos sociales”.

²⁶ La STS de 7 de abril de 2022 señala que “la regla de la inoponibilidad no carece de excepciones (...) a lo que deben sumarse los supuestos en que la propia sociedad sea firmante de los pactos”.

parasocial²⁷ - o cuando éste sea “manifiestamente conocido” por la sociedad (STS de 3 de noviembre de 2014²⁸).

53. Igualmente, cuando el pacto parasocial tenga carácter omnilateral, su infracción puede traer consigo la nulidad de un acuerdo adoptado en junta general, aunque bien es cierto que el TS ha ido matizando mucho su posición al respecto²⁹. Ahora bien, ante el incumplimiento del pacto parasocial, nada impide acudir a los remedios resarcitorios del derecho de contratos, esto es: (i) acción de DyP; acción de cumplimiento contractual; (iii) acción de remoción; (iv) remedios resolutorios propios del derecho de contratos, y; (v) medidas de autotutela destinadas a minimizar el riesgo de incumplimiento del pacto parasocial³⁰.

(ii) Prestación accesoria que obliga a la suscripción del pacto parasocial

54. Los Socios también podrán incluir en EESS una prestación accesoria consistente en la obligatoria suscripción y cumplimiento de un pacto parasocial, que hará al mismo oponible frente a la sociedad (STS de 7 de abril de 2022³¹). Conforme al art. 86 LSC, en EESS se podrán establecer prestaciones accesorias distintas de las aportaciones, expresando su contenido de manera concreta. Además, el apartado 3 del citado artículo dispone que los estatutos podrán establecer con “*carácter obligatorio*” para todos o algunos socios el cumplimiento de dichas prestaciones accesorias y vincular la obligación de realizarlas a la titularidad de determinadas participaciones sociales.
55. Así, los Socios conseguirían de manera indirecta incluir la previsión del pacto de socios en el Registro Mercantil, en tanto que se comprometen estatutariamente a actuar de conformidad con éste. Podemos traer a colación la RDGRN de 26 de junio de 2018, pues en ella se resolvió de manera favorable sobre la validez de una prestación accesoria que obligaba a suscribir un pacto parasocial, fijando la exclusión del accionista como la consecuencia derivada del incumplimiento voluntario de dicha prestación.
56. Ahora bien, para la ejecución forzosa o *enforcement* de dicho pacto parasocial en virtud de una prestación accesoria recogida en EESS, será necesario especificar y definir al máximo su

²⁷ Perdices Huetos asegura que, si la sociedad es un tercero porque no todos los socios de la misma han suscrito el pacto, lo que no puede hacer la sociedad es firmar el pacto parasocial para quedar vinculada por el mismo, salvo que dicho derecho se le haya atribuido de manera expresa (F-5).

²⁸ El TS considera que los pactos parasociales omnilaterales “manifiestamente conocidos por la sociedad”, resultaban oponibles a ésta. No obstante, parte de la doctrina considera esta fundamentación como “desacertada”, puesto que, si se aceptase de manera general este criterio, incluso los pactos no omnilaterales pero sí conocidos por la sociedad podrían ser oponibles a la sociedad (F-6).

²⁹ Desde las SSTS de 10 de diciembre de 2008 y de 6 de marzo de 2009 la jurisprudencia del TS viene reiterando que: (i) la impugnación de los acuerdos sociales prosperará únicamente cuando éstos sean contrarios a la ley, estatutos o lesionen el interés social; (ii) la infracción de un pacto parasocial omnilateral no basta por sí sola para la impugnación de un acuerdo social; (iii) ello no es óbice para que, cuando éste sea vulnerado mediante una actuación contraria a la buena fe o a la prohibición del abuso de derecho, dicha vulneración pueda ser tenida en cuenta para valorar si un acuerdo es válido o no, o para impugnar el mismo (F-7).

³⁰ Estas son las principales acciones contractuales a las que podrá acudir cualquier socio para el *enforcement inter partes* de los pactos parasociales (F-8).

³¹ EL TS predica la oponibilidad en dos situaciones: (i) cuando formen parte del mismo todos los socios y pueda ser calificado como “omnilateral”, y; (ii) cuando en los EESS se haya pactado como prestación accesoria su cumplimiento (F-9).

contenido (art. 86 LSC). Además, si uno de los Socios decide en un momento determinado vender sus participaciones sociales, los restantes quedarán protegidos en tanto que aseguran que el nuevo socio que adquiera las participaciones sociales vendrá obligado a respetar el pacto parasocial³².

4.3. Valoración de acuerdos que podrían figurar en EESS y/o pacto parasocial

57. Atendiendo a las inquietudes de los Socios³³, analizamos aquellas estipulaciones que podrían recogerse en EESS y aquellas que deberían figurar en pacto parasocial, atendiendo a la distribución del capital social en un ratio 90/10 y a los problemas que podrían surgir a la hora de inscribir los EESS en el RMER³⁴. Dividimos el análisis en función del órgano social.

4.3.1. Junta General

(i) *Mayorías reforzadas y derecho de veto a favor de XYZ*

58. XYZ nos traslada la importancia que reviste el participar en la toma de decisiones y la posibilidad de contar con un derecho de veto para determinadas materias (aprobación CCAA, contratos con Socios, p.ej.). Para alcanzar este objetivo, proponemos dos alternativas:

(a) Reforzar las mayorías necesarias y el número mínimo de votos favorables en junta general para la adopción de acuerdos

59. Reforzar las mayorías necesarias y el número mínimo de votos favorables en junta general para la adopción de acuerdos permitiría a XYZ participar activamente en la vida social de HP. En este sentido, la LSC se refiere a las mayorías para la adopción de acuerdos en los artículos 198 y 199 LSC, y estas podrán elevarse atendiendo siempre al límite impuesto por el art. 200.1 LSC, que prohíbe la exigencia de unanimidad para la adopción de acuerdos. Finalmente, y conforme al art. 200.2 LSC, los EESS podrán exigir el voto favorable de un determinado número de socios para la adopción de acuerdos sobre determinadas materias.
60. Ahora bien, debemos matizar qué ha de entenderse por unanimidad a los efectos del art. 200.1 LSC. Los tribunales y la doctrina administrativa han entendido que la exigencia de

³² El pacto parasocial puede reforzarse incluyéndose como prestación accesoria de la sociedad y generando una “barrera” a la transmisión de las participaciones sociales que queden afectadas por dicho pacto (F-10).

³³ Si bien nos centramos en aquellas cláusulas de especial interés para los Socios, debemos indicar que sería posible recoger en pacto parasocial acuerdos relativos a: (i) Derecho de representación en el órgano de gobierno (como el derecho a nombrar a varios representantes en el órgano de administración, etc.); (ii) Derecho de información (periodicidad de la información, etc.); (iii) Derechos económicos de los socios (pactos *tag along* o *drag along*, etc.); (iv) Derechos políticos de los socios (mayorías reforzadas, modificación de estatutos, etc.); (v) Otros acuerdos no incluidos en las categorías anteriores (vigencia de pacto parasocial, cláusulas de resolución de controversias, etc) (F-11).

³⁴ Exponemos los siguientes puntos atendiendo a las prioridades de los Socios. No obstante, conviene mencionar que la inclusión de cláusulas de no competencia que impiden que los socios no ejerzan actividades que vayan en contra del objeto social podrían incluirse también en el pacto parasocial. Si bien es cierto que la DGRN se ha mostrado históricamente reacia a la inclusión de este tipo de cláusulas en los EESS - propiciando que sea habitual su formalización en pactos parasociales - sí que las ha admitido (DGRN de 5 de junio de 2015) cuando han sido configuradas como prestaciones accesorias (F-12).

unanimidad en casos concretos no implica *per se* una violación de la LSC³⁵; por el contrario, es necesario valorar de manera abstracta si la previsión estatutaria requerirá unanimidad para la adopción de acuerdos con carácter general y con independencia de la distribución del capital social en un momento determinado^{36 37} (RDGRN de 19 de enero de 2017, RDGRN de 12 de enero de 2018 y RDGRN de 22 de febrero de 2018).

61. En nuestro supuesto, y atendiendo a la distribución del capital social en un ratio 90/10, estableceríamos una mayoría reforzada para la adopción de decisiones de, al menos, el 91% de las participaciones sociales en las que se divida el capital social, lo que exigiría unanimidad *de facto* - y no permanente - para la adopción de acuerdos en junta general. En este sentido, también podríamos tipificar en EESS la necesidad de que, para la adopción de acuerdos, vote favorablemente un porcentaje mínimo del 91% de los asistentes (RDGRN de 20 de septiembre de 2017).
62. Pese a ello, y si bien consideramos que estas previsiones estatutarias sí superarían el filtro del RMER al no exigir *per se* la unanimidad - sino que simplemente se plantea en un momento puntual atendiendo a la distribución del capital social - recomendamos a los Socios que incorporen dicha cláusula al pacto parasocial para evitar problemas de accesibilidad al RMER. El cumplimiento del pacto parasocial debería incorporarse como prestación accesorio bajo pena de exclusión de la sociedad.

(b) Derecho de veto expreso sobre las materias señaladas por XYZ

63. Si XYZ quiere recoger un derecho de veto expreso sobre determinadas materias, deberá acudir directamente al pacto parasocial, pues no sería posible su plasmación en EESS. Ahora bien, si sobre las materias cuyo veto interesa se estableciera la necesidad de alcanzar mayorías como las expuestas *supra*, XYZ ya poseería *de facto* un derecho de veto.
64. En el caso de que sobre dichas materias no se hubiera previsto mayoría reforzada, XYZ podría acudir para consagrar su derecho de veto al art. 184.2.1º RRM cuando fuera titular de unas participaciones sociales de distinta clase que ABC. Concretamente, podría tipificarse en EESS la posibilidad de que, para la adopción de acuerdos sobre CCAA y contratos con Socios (p.ej.), las participaciones sociales de su clase dieran derecho a un número superior de votos al que correspondería atendiendo al porcentaje que representan esas participaciones sociales para el conjunto del capital social; así podría hacerse depender la adopción de acuerdos de su voto favorable.

³⁵ La prohibición de la LSC viene referida al establecimiento de unas mayorías tan reforzadas que, sin fijar de manera directa la unanimidad, hagan “extremadamente difícil la adopción de acuerdos” atribuyendo un verdadero derecho de veto a “socios con participaciones mínimas”. La STS de 12 de noviembre de 1987 y las RDGRN de 13 de enero de 1994, de 7 de octubre de 2013 y de 24 de octubre de 2017 se han pronunciado en contra de la tipificación en estatutos de mayorías que se sitúen en “*los aledaños de la unanimidad*” (F-13).

³⁶ SAP de Barcelona de 29 de noviembre de 2019.

³⁷ La jurisprudencia ha considerado válidos la tipificación de mayorías reforzadas que hacen exigir unanimidad *de facto* en momentos concretos atendiendo a la distribución del capital social. (SAP de Barcelona de 27 de julio de 2021; SAP de Barcelona de 29 de noviembre de 2019). (F-14).

4.3.2. Consejo De Administración

(i) *Reparto de consejeros*

65. El reparto de consejeros es una de las prioridades de los Socios. Atendiendo a los arts. 242 y 243 LSC se desprenden dos conclusiones evidentes: (i) el órgano de administración de la SL en caso de ser un consejo de administración no podrá integrar a más de 12 miembros, y; (ii) aunque en principio la representación proporcional del consejo de administración de las SL no sería posible (*ex art. 191 RRM*), sí se ha admitido tanto por la jurisprudencia (STS de 6 de marzo de 2009) como por la doctrina de manera muy reciente (RDGSJyFP de 28 de marzo 2022³⁸) la posibilidad de incluir una previsión estatutaria que así lo establezca.
66. Bajando al interés de los Socios, éstos podrán regular en EESS la constitución de un órgano de administración formado por 3 consejeros. No obstante, no tendría mucho sentido regular su nombramiento de manera proporcional en función de la titularidad del capital social. Por el contrario, y previo cese de los anteriores consejeros, el reparto de consejeros deberá figurar en el pacto parasocial, porque la posibilidad de incluir en EESS una previsión relativa al reparto de consejeros ha sido rechazada tanto por la doctrina administrativa (RDGRN de 15 de octubre de 2010) como por el TS (STS de 27 de enero de 2005)
67. De manera expresa, el pacto parasocial podría recoger el compromiso de voto³⁹ de los Socios en JG destinado a que XYZ nombre a 1 administrador y que ABC nombre a los administradores restantes. El cumplimiento del pacto se tipificaría también como prestación accesoría.

(ii) *XYZ participa en la gestión ordinaria de la sociedad*

68. Para que XYZ participe en la gestión ordinaria de la sociedad, bastaría en principio con asegurar que XYZ forme parte del órgano de administración vía prestación accesoría y, conforme a la regla imperativa del art. 249 LSC, designarlo como consejero delegado. Ahora bien, entendiendo que esta situación es compleja, proponemos una alternativa.
69. Tras haber recogido vía prestación accesoría la necesaria presencia de XYZ en el consejo, podría estipularse en EESS la división del capital social en participaciones de dos clases: clase A (participaciones cuyo titular es ABC), y clase B (participaciones cuyo titular es XYZ). Teniendo en cuenta que el órgano de administración está formado por tres personas, sería posible pactar en EESS la administración mancomunada de la sociedad, siendo necesaria la intervención conjunta de administradores designados por socios titulares de participaciones de clase A y B respectivamente. Así se lograría la participación de XYZ en la gestión ordinaria de la sociedad, aunque también se daría un “derecho de veto” a cada administrador. Si bien es

³⁸ Recientemente la DGSJyFP, apoyándose en la STS de 6 de marzo de 2009, ha admitido en sede de SL la inscripción en el RMER de una cláusula estatutaria relativa al sistema de representación proporcional en el órgano de administración (F-15).

³⁹ Indica Álfaro Águila-Real que la regla mayoritaria para la designación de consejeros no puede en ningún caso ser sustituida por una norma que prevea que los accionistas pueden repartirse entre sí la designación de los puestos del consejo de administración. No obstante, sí que podrán acudir a un pacto parasocial cuyo objeto deberá recoger el sentido de la votación en la junta general de cada una de las partes participantes en el pacto parasocial que recoja la elección de los consejeros (F-16).

cierto que esta cláusula sería en principio inscribible en EESS, se recomienda a los Socios recogerla en el pacto parasocial para evitar problemas a la hora de acceder al RMER.

(iii) Mayorías reforzadas y quórum de constitución

70. La LSC (art. 245) no define expresamente el régimen de mayorías del órgano de administración como sí lo hace con la JG, por lo que será posible definir las en EESS siempre que se respeten las mayorías legales imperativas previstas por la ley (art. 249 LSC) para evitar la no inscripción de dichas cláusulas en el RMER (RDGRN de 31 de octubre de 2019), y sin alcanzar en ningún caso el derecho de veto (STS de 27 de enero de 2005).
71. En consecuencia, proponemos a los Socios que fijen en EESS las mayorías necesarias para adoptar acuerdos en el órgano de administración; mayorías que no podrán superar los 2/3 dado que el consejo lo compondrán tres miembros y una mayoría superior consagraría un derecho de veto para cualquiera de éstos (RDGR de 25 de abril de 1997). En este sentido, si se quisiera consagrar un derecho de veto, habría que acudir al pacto parasocial – respetando siempre la regla imperativa del art. 249 LSC-.
72. También se admite la posibilidad de fijar un *quórum* de constitución del órgano de administración en SL que haga necesaria la concurrencia de todos sus miembros (RDGRN de 7 de octubre de 2013). Así los Socios podrán asegurar también que todos los administradores participen asiduamente en las reuniones del consejo.

5. La contingencia fiscal por IVA detectada en la auditoría legal y fiscal y la cobertura vía “manifestaciones garantías”: naturaleza, efectividad y posibles alternativas para hacer frente a la cobertura.

5.1. Las manifestaciones y garantías (“*representations & warranties*”)

73. El concepto de “manifestaciones y garantías” (“*representations & warranties*, o “*reps & warranties*”) hace referencia al conjunto de declaraciones que un vendedor realiza frente al comprador (29) sobre diversos aspectos de la compraventa de la empresa, como su estado contable o financiero, el cumplimiento de las obligaciones exigidas por la ley (mercantiles, laborales o financieras), o el estado de los activos y pasivos de la sociedad (30).
74. Es frecuente que las “manifestaciones” realizadas por el vendedor comprendan aspectos tales como su capacidad, la titularidad de las participaciones sociales que se vayan a adquirir y de activos mobiliarios e inmobiliarios, la titularidad de licencias administrativas o el cumplimiento de las obligaciones legales, fiscales y de derecho público (31). De esta manera, las “manifestaciones” más relevantes serán aquellas sobre hechos relacionados con la empresa objeto de la compraventa (32). Así, la importancia de las “manifestaciones” radica en la identificación de las contingencias que el comprador debe conocer antes de cerrar la operación⁴⁰.
75. Las “manifestaciones” realizadas por el vendedor quedarán sujetas a una duración y a un “régimen” de responsabilidad determinados, que variará en función de la operación, de la propia manifestación realizada y de la probabilidad de materialización del riesgo identificado. Así, el vendedor asumirá la responsabilidad por la inexactitud de sus manifestaciones.
76. En las compraventas de empresas es frecuente designar en el contrato que se suscribe las manifestaciones que el vendedor haya realizado, dejando constancia de que éstas son una “condición esencial” para el comprador, el cual, accede a la firma del contrato y a la finalización de la operación con su conocimiento, pudiendo ser el incumplimiento de estas manifestaciones una causa de resolución contractual por “incumplimiento contractual esencial”, lo que en la práctica se ha denominado comúnmente como “*material breach*” (33).
77. La jurisprudencia ha condenado en ocasiones al vendedor al pago de una indemnización de DyP cuando éste no había declarado en sus “manifestaciones” la existencia de las contingencias que, con posterioridad, se pusieron de manifiesto (SAP de Madrid de 8 de julio de 2019, SAP de Madrid de 10 de noviembre de 2015, SAP de Sevilla de 18 de febrero de 2016) (34). Ahora bien, también el TS ha exonerado en numerosas ocasiones al vendedor de responsabilidad cuando el comprador podría haber averiguado una contingencia negativa actuando de manera diligente y no lo hizo (STS de 8 de noviembre de 2007, STS de 17 de noviembre de 2006) (35).

⁴⁰ La doctrina ha considerado que entre las funciones generales de las “manifestaciones y garantías” se encuentran las de complementar la información que se haya obtenido en el proceso de *Due Diligence* o adaptar el contrato a las necesidades y a las preferencias de las partes (F-17).

5.2. Alternativas a la cobertura vía “manifestaciones y garantías”

78. En el presente supuesto una cobertura por “*reps & warranties*” no parece la opción más adecuada para hacer frente a la contingencia fiscal detectada, dado que ésta ya se ha identificado en la fase de auditoría legal y fiscal y es conocida por las partes. Recordamos que la cobertura por “manifestaciones y garantías” cobra especial relevancia en una compraventa porque va a proteger al comprador de aquellos vicios ocultos asociados a las participaciones sociales que son objeto de la compraventa (36), partiendo de la información proporcionada por el vendedor al comprador (*disclosure letter*, *vid P. 133*). Por ende, no necesitamos que HP nos proporcione información sobre esta contingencia, sino que debemos asegurarnos de que su eventual materialización no perjudique a los Socios. Además, y considerando que el único activo en el balance es IESA, los Socios tienen que asegurar que la cobertura proporcionada es efectiva.

79. En consecuencia, son varias las alternativas que proponemos para hacer frente a la contingencia identificada:

(i) *Specific Indemnities* o *Indemnty Clause*.

80. Este concepto hace alusión a las promesas de indemnidad que el comprador realiza al vendedor sobre determinadas contingencias que revistan especial relevancia para el comprador (37). Por ello, si para los Socios tiene una importancia mayor cubrir el riesgo ocasionado por la contingencia fiscal detectada, puede ser interesante redactar una *indemnity clause* que haga expresa referencia a dicha cobertura.

81. La doctrina viene matizando que el compromiso que asume el vendedor por la infracción de las *reps & warranties* es muy diferente del asumido en virtud de una *specific indemnity* que vendedor y comprador pueden haber pactado a tenor de los riesgos ya identificados. Las *specific indemnities* quedan traducidas en la práctica en un compromiso de carácter incondicional y completo de indemnidad si el riesgo que dicha cláusula cubre se materializa finalmente, siendo independiente al régimen de responsabilidad pactado previamente por la vulneración de las “*reps & warranties*” (38).

82. Los Socios deberán valorar en consecuencia la importancia que para ellos reviste la contingencia fiscal detectada, pudiendo optar por la redacción de una *indemnity clause* si consideran que comporta la suficiente relevancia como para dotarla de una cobertura específica y separada del resto de contingencias.

(ii) Seguro de *Warranties & Indemnities* (W&I).

83. Este tipo de pólizas tienen el objetivo de proporcionar una cobertura aseguradora de los riesgos a los que hace frente el comprador en un proceso de compraventa de empresa, esto es: (a) la información limitada de la que dispone inicialmente, y; (b) el riesgo de que el precio que haya ofrecido no se corresponda realmente con el valor real de la sociedad como consecuencia de la limitada información a la que tiene acceso. Los seguros de W&I tienen el objetivo de sustituir la responsabilidad indemnizatoria de carácter contractual a la que haría frente el vendedor tras realizar las manifestaciones y garantías (39).

84. Generalmente, las pólizas de *W&I* van a excluir las contingencias previamente detectadas por las partes en el proceso de *Due Diligence*, así como otras cuestiones relacionadas con éstas. (40). Ahora bien, ello no es óbice para elaborar una póliza de estas características en torno a las contingencias ya identificadas (41). En la práctica es común encontrar pólizas *W&I* que se elaboran para cubrir contingencias conocidas por las partes e identificadas con carácter previo a la ejecución de la compraventa⁴¹, así como pólizas para contingencias conocidas y detectadas que tengan un origen fiscal directo (pólizas *Tax Insurance*⁴²).
85. Por ello, una póliza *W&I* - que en la práctica pueden ser contratadas tanto por el comprador (*buyer-side policy*), como por el vendedor (*sell-side policy*) (42) - representa una alternativa viable para los Socios destinada a cubrir la contingencia fiscal detectada.

(iii) Escrow Account

86. Cuando hablamos de *escrow account* hacemos referencia a un depósito en garantía de parte del precio que se ha pagado y que puede establecerse con un doble objetivo: (a) como mecanismo para asegurar al vendedor que va a recibir el precio aplazado, o; (b) como herramienta para permitir al comprador usar el depósito como mecanismo para asegurar el cumplimiento por parte del vendedor de las obligaciones de indemnizar pactadas en el contrato de compraventa (*reps & warranties*) (43). De esta manera, si se pacta la obligación de indemnizar la contingencia detectada, recurrir a un *escrow account* puede ser interesante para controlar el cumplimiento de las obligaciones de pago asumidas por IESA.

(iv) Aval bancario

87. Es frecuente en la práctica la entrega de un aval bancario a primer requerimiento, pactando previamente las partes que el comprador pueda ejecutar el aval de manera parcial o total hasta haber alcanzado el importe máximo de la obligación que se garantiza (44). Por ello, otra forma de cubrir la contingencia fiscal por IVA sería la formalización de un aval a primer requerimiento en virtud del cual los Socios puedan acudir a un tercero (normalmente una entidad bancaria) en el momento en el que la contingencia se materialice. Este cauce se recomienda a los socios por su rapidez en comparación con el resto de alternativas.

(v) Constitución de garantías reales o personales, cláusula penal, o retención del precio

88. También es habitual la constitución de garantías personales o reales por los socios de la *target* (IESA), la retención de parte del precio por el comprador (45), o la redacción de una cláusula penal de incumplimiento de las obligaciones asumidas por el comprador en el contrato (arts. 1152 y ss. CC).

⁴¹ Este tipo de pólizas son habitualmente elaboradas según las necesidades del comprador, y pueden revestir un carácter complementario para cubrir contingencias sobre las que las partes no han acordado solución expresa en SPA (F-18).

⁴² Estas pólizas también son elaboradas según las necesidades de las partes involucradas (*tailor-made*) con el objetivo de proteger frente a riesgos fiscales que hayan sido previamente detectados (F-19).

89. Estas serían las principales alternativas para cubrir la contingencia fiscal detectada. En términos generales también será posible acudir a otro tipo de mecanismos. Si bien no son comunes por su onerosidad, en la práctica es posible encontrar cláusulas *pro-sandbagging*, con las que comprador asegura que la responsabilidad del vendedor no queda en ningún caso limitada por el conocimiento que él podría haber obtenido de una *Due Diligence* legal (46).
90. Este tipo de cláusulas permiten al comprador asegurar el derecho a una indemnización con posterioridad al cierre de la transacción por el incumplimiento de cualquier manifestación y garantía efectuada por el vendedor, con independencia de que el comprador conociera o desconociera la veracidad de las manifestaciones realizadas por el vendedor antes de cerrar la operación (47).

6. Los riesgos en la adquisición de HP a través de su caja. La fusión apalancada como alternativa viable para evitar la existencia de asistencia financiera a tenor del art. 143.2 LSC.

6.1. La caja de HP y la posible existencia de asistencia financiera

91. Ejecutar la operación como la plantean los Socios les haría incurrir en un claro supuesto de asistencia financiera *ex art. 143.2 LSC*. La asistencia financiera engloba aquellos actos por los que una sociedad financia la adquisición de su propio capital por un tercero -que actúa por cuenta propia-, asumiendo en consecuencia algún tipo de coste (real o potencial) en la operación. La prohibición de asistencia financiera trataría de impedir que la adquisición de una sociedad fuera facilitada por propiamente por esta (**48**), que es lo que sucedería precisamente si se materializase alguna de las alternativas propuestas.
92. Tanto la doctrina más autorizada⁴³ como la jurisprudencia⁴⁴ han constatado de manera generalizada que la articulación de un negocio jurídico con asistencia financiera, en tanto que negocio jurídico *contra legem*, es nulo de pleno derecho de conformidad con el art. 6.3 CC. Y ello sin perjuicio de que dicha nulidad alcance únicamente al negocio de asistencia financiera y no se extienda a la adquisición de las participaciones sociales realizado entre el asistido y el tercero.

6.2. MBO como alternativa

93. Expuesto lo anterior, proponemos como alternativa para que los Socios puedan adquirir HP llevar a cabo una compra apalancada o LBO (*Leverage Buy Out*), a la que complementará una fusión apalancada, regulada en nuestro ordenamiento jurídico en el art. 35 LME, que nos permitirá completar una operación **MBO** (*merger leveraged buy-out*). Esta operación, por ende, puede estructurarse en dos fases:

6.2.1. Primera fase: caracteres generales de una operación LBO

94. Una LBO se define como aquella adquisición de una sociedad por la que el comprador va a utilizar una cantidad muy relevante de deuda o de apalancamiento financiero para, con posterioridad a la compraventa, repagar el crédito concedido a cargo de la sociedad adquirida (la *target*) (**49**), con los flujos de caja y el efectivo generados por ésta (**50**). En un supuesto de LBO el adquirente va a recurrir a financiación externa, generalmente de entidades de crédito, dando como garantía los activos de la sociedad que es finalmente adquirida.
95. El ratio de apalancamiento, que podríamos definir como la proporción entre fondos propios aportados por los Socios y la deuda aportada por los financiadores externos (**51**), variará en función de las necesidades y las características de la inversión. Además, este tipo de operaciones tienen encaje cuando el inversor quiere minimizar al máximo los recursos empleados en la adquisición de la *target* - premisa de la que partimos en nuestro supuesto-, y

⁴³ Entre otros, Paz Ares y Perdices Huetos (**F-20**).

⁴⁴ STS de 2 de julio de 2012; SAP de Madrid de 27 de marzo de 2012; SAP de Pontevedra de 7 de marzo de 2012.

quiere rentabilizar al máximo la inversión (52). Generalmente, los LBO siguen una estructura relativamente común, aunque el diseño al detalle de la operación es esencial para poder obtener la máxima rentabilidad de la operación:

(i) Identificación de la target (HP)

96. Identificar a la *target* es especialmente relevante para el buen éxito de la operación. Normalmente se atenderá a criterios como la rentabilidad de la misma, los flujos de caja o su nivel del endeudamiento (53). Además, se suelen tener en cuenta otros aspectos, tales como el posicionamiento de la marca en el mercado o su plan de negocio (54).

(ii) Constitución de una sociedad vehicular o SPV para la compraventa de las participaciones sociales de la target

97. De manera habitual, la adquisición se va a articular inicialmente en torno a la constitución de una sociedad vehicular o SPV. Esta será la entidad que obtenga la financiación necesaria para poder acometer la compraventa de las participaciones sociales de la *target*, siendo frecuente además que revista el carácter de sociedad de capital (SA o SRL), pues así el comprador limitará frente a terceros su responsabilidad (55). Se recomienda que la constitución de la SPV se haga en un ratio 90/10, al ser esta la proporción que figurará en el SPA cuando se adquieran las participaciones sociales.

(iii) Obtención de la financiación por parte de la SPV y formalización de garantías a favor de los entes financiadores

98. Constituida la SPV, ésta deberá obtener la financiación requerida para acometer la operación. La obtención de la financiación llevará aparejada la concesión de garantías, por lo que, atendiendo a la importancia que revisten estas cuestiones, conviene abordarlas de manera detallada.

a) Los tramos de financiación⁴⁵

99. Identificada la SPV como la sociedad adquirente de la financiación para ejecutar la operación, los Socios deberán estudiar la posibilidad de articular la financiación en diversos tramos. Habitualmente, solo se pactará un tramo de financiación, aunque también es frecuente en la práctica que los inversores estructuren la financiación en dos tramos, siendo uno de ellos destinado al pago del precio de la participaciones y, el otro, a la refinanciación de la deuda de la sociedad que se adquiere (56). Esta cuestión deberá ser valorada por los Socios más adelante.

b) El otorgamiento de garantías a los financiadores

100. De manera paralela, se otorgarán garantías en favor de los financiadores. Así, es frecuente que se constituyan en primer lugar garantías reales, tanto sobre bienes de la SPV – si tuviera - que adquiere las participaciones sociales de la *target*, como sobre activos externos; ahora bien, el

⁴⁵ La estructura financiera de un LBO en España va a consistir típicamente en un 20-40% de fondos propios o *equity*, en torno a un 30-70% de deuda bancaria de carácter preferente o *senior*, y el restante 10-30% de deuda subordinada o *mezzanine* (F-21); (F-21 bis), aunque dependerá de las necesidades y características concretas de la operación.

establecimiento de garantías sobre los elementos de la *target* se encuentra “imposibilitado” al ser constitutivo de un supuesto de asistencia financiera (57), salvo en supuestos en los que, con posterioridad al LBO, se lleva a cabo una fusión entre la SPV y la *target*. Este aspecto lo abordaremos más adelante.

101. Por este motivo, las garantías reales y/o personales de esta primera fase de la operación se referirán a los activos de la SPV y de los socios titulares de la misma (los Socios). En la práctica es habitual que como garantía real se constituya prenda sobre las participaciones sociales de la *target* adquiridas por la SPV, y sobre las participaciones sociales de la propia SPV titularidad de los Socios (58).
102. Las prendas se registrarán por el derecho común (arts. 1.863 y 1.867 CC), y conforme al artículo 106.1 LSC será necesaria su constitución en escritura pública. Asimismo es habitual que se constituyan prendas sobre saldos de cuentas corrientes, derechos de crédito derivados del contrato de compraventa, derechos de crédito derivados de pólizas de seguros y derechos de crédito derivados de los contratos de préstamo intragrupo⁴⁶ que se formalicen en el contexto de la adquisición en caso de haberlos (59).
103. En lo referido a las garantías personales, éstas adoptarán de manera habitual el carácter de garantías a primer requerimiento o de cartas de patrocinio otorgadas por los socios de la SPV y sus sociedades matrices (en caso de haberlas). En virtud de las garantías a primer requerimiento, el garante se compromete al abono de la cantidad pactada en garantía al beneficiario sin la necesidad de justificar el incumplimiento y sin la posibilidad de oponer excepciones (salvo la *exceptio doli*), en la relación entre acreedor y deudor (60).

(iv) Adquisición de la target (HP)

104. Cuando la SPV obtenga la financiación necesaria, se procederá a la adquisición de la *target* (HP). Lo habitual es que dicha adquisición se realice de manera simultánea junto con la fusión entre la SPV y la *target* (61). Los Socios deben conocer que uno de los objetivos fundamentales de la operación de LBO es conseguir que la deuda adquirida por la SPV sea finalmente pagada con los activos y el flujo de caja generados por la *target*; objetivo que será posible alcanzar, sin incurrir en prohibición de asistencia financiera, mediante la fusión entre la SPV y la *target* (62).

6.2.2. Segunda fase: la fusión apalancada o Merger LBO

105. De manera simultánea a la compra, se producirá la fusión entre la SPV y la *target*. A través de una fusión apalancada, se origina una nueva estructura societaria que va a integrar en el pasivo la deuda adquirida por la SPV para la compraventa de la *target* y en el activo los bienes de las que dispongan las dos sociedades (63). Además, será posible que las garantías otorgadas

⁴⁶ Igualmente será posible otorgar prenda sobre el derecho de crédito que se genera a favor de los Socios cuando se subrogan en la posición de IESA como otorgantes del préstamo participativo a HP.

en la fase de LBO se extiendan a su vez a los activos de la *target*. No obstante, para ello será necesario hacer una serie de previsiones con carácter anticipado **(64)**:

- a) En la primera fase deberán de preverse las modificaciones de los paquetes de garantías otorgados y de los contratos de financiación, en aras a evitar una nueva negociación que entorpezca la operación; y
- b) Las prendas otorgadas sobre las participaciones sociales de la *target* y la SPV habrán de sustituirse por las participaciones sociales de la sociedad resultante tras la fusión.

106. La fusión apalancada tendrá que estructurarse *ex art. 35 LME*, que permite la fusión de dos o más sociedades cuando alguna de éstas hubiese adquirido deuda en los tres años anteriores con el objetivo de adquirir el control de otra que participe en la propia fusión, o para adquirir activos de la misma que sean esenciales para su explotación o de importancia por su valor patrimonial. Conforme al art. 35 LME, será necesario:

- a) Un proyecto de fusión, en el que se indicarán los recursos y los plazos previstos para la satisfacción de la deuda contraída que deberá ser aprobado en junta general;
- b) Informe de los administradores sobre el proyecto de fusión en el que se indiquen las razones que justifican la operación y que contendrán un plan económico y financiero que detalle los recursos a emplear y los objetivos a conseguir en la operación, y;
- c) Un informe de expertos sobre el proyecto de fusión que incluya un “juicio de razonabilidad” de la documentación referida en los dos puntos anteriores, y que determine si existe o no asistencia financiera. Además, y aunque no existiera asistencia financiera, es generalizada la opinión de que el informe de experto independiente deberá emitirse en cualquier fusión apalancada, pues así se incrementa la información a la que pueden acceder los sujetos interesados en la operación y les proporciona un conocimiento mayor sobre la conveniencia de la misma **(65)**.

107. Realizada la fusión apalancada, se producirá el fenómeno denominado como “*debt push down*”, en virtud del cual, la deuda generada en la SPV para la adquisición de la *target* se sitúa en la sociedad resultante de la fusión, que repara la deuda con los flujos de caja que genere y a través de los activos que tenga que en su poder – que serán los activos de la *target* - **(66)**. Además, con la fusión apalancada evitaríamos incurrir en un supuesto de asistencia financiera *ex art. 143.2 LSC*, y conseguimos proteger los intereses de socios y acreedores **(67)** ⁴⁷.

108. A su vez, indicamos que la fusión puede tener lugar: (a) por la creación de una Newco, extinguiéndose la personalidad jurídica de ambas sociedades; (b) o por la absorción de una de

⁴⁷ Los socios cuentan con la información necesaria sobre el tipo de canje a aplicar, el grado de endeudamiento, la actuación del experto o expertos independientes y los procedimientos de impugnación del acuerdo, mientras que los acreedores cuentan con el mecanismo de impugnación establecido en el art. 44 LME **(F-22)**.

las sociedades intervinientes por la otra. Serán los Socios los que eventualmente, y atendiendo a criterios de oportunidad empresarial, deberán decidir qué tipo de operación abordar **(68)**.

6.3. Especial mención a la fusión simplificada (art. 42 LME)

109. El art. 42 LME recoge un supuesto específico relativo al acuerdo de fusión unánime, que se podrá adoptar sin la necesidad de publicar o depositar con carácter previo los documentos que exige la ley y, por tanto, de manera mucho más ágil al procedimiento ordinario de fusión del art. 35 LME. Ahora bien, para ello será necesario que el proyecto de fusión se adopte en junta general universal por cada una de las sociedades que se fusionan y con unanimidad de todos los socios con derecho de voto y de aquellos que pudieran ejercer este derecho por ley o estatutos.

7. El traslado a Madrid del domicilio social de HP, la revocación de los poderes generales vigentes y el otorgamiento de poderes nuevos. Análisis del órgano competente para la adopción de dichos acuerdos y formalidades que han de cumplirse para su validez.

110. Para una mayor claridad expositiva, y entendiendo que los Socios deberán tomar la decisión de cómo ejecutar la operación (empleando sus fondos propios o acudiendo a la operación MBO), dividimos la respuesta en los siguientes apartados: (1) Formalidades a observar si no se produce fusión apalancada; (2) Formalidades a observar si se produce fusión apalancada entre la SPV y HP.

7.1. Formalidades a observar si no se produce fusión apalancada

a) Traslado de domicilio social de HP

111. Si el traslado del domicilio no se reserva competencialmente a la JG, y la decisión es adoptada por el órgano de administración *ex art. 285.2 LSC*, se deberá seguir el cauce previsto en la LSC. El art. 246.1 LSC establece la forma de convocatoria del órgano de administración, la cual, se llevará a cabo por el presidente o por quien haga las veces de presidente. De la deliberación y acuerdos alcanzados por el órgano de administración (conforme a las mayorías previstas en EESS) se llevará un libro de actas⁴⁸, y éstas deberán ser firmadas por el presidente y por el secretario (art. 250 LSC). Para que los acuerdos del órgano de administración, reflejados en el acta, puedan inscribirse, ésta deberá cumplir con las formalidades del art. 97 RRM.
112. A la hora de acordar el traslado del domicilio social estamos haciendo referencia a una disposición estatutaria *ex art. 23 LSC*, por lo que el traslado del domicilio social implica una modificación estatutaria que deberá constar en escritura pública y deberá inscribirse en el RMER (290 LSC⁴⁹). El artículo 94.1.2º RRM establece que en la hoja abierta a cada sociedad en el RMER se inscribirán, obligatoriamente, la modificación del contrato y de los EESS (*vid. art. 22 Ccom*), mientras que el art. 180 RRM dispone que en EESS se consignará el domicilio social, que deberá en todo caso radicar en el lugar de territorio español en el que la sociedad prevea establecer su centro de efectiva administración y dirección, o su principal establecimiento o explotación.
113. El art. 95.1 RRM hace referencia a la necesaria constancia en escritura pública de la modificación de los EESS para la inscripción, mientras que el artículo 107.1 RRM también hace referencia a la elevación a instrumento público de los acuerdos de los órganos colegiados de administración, para lo cual podrá tomarse como referencia el libro de actas, testimonio notarial de los mismos, certificación de los acuerdos, o la copia autorizada del acta cuando los acuerdos consten en acta notarial. La elevación a público de los acuerdos sociales corresponderá a quien tenga la facultad para certificarlos, y podrá realizarse por cualquier

⁴⁸ La doctrina administrativa ha exigido que en la certificación del acta se identifique a los consejeros que concurran a la sesión, dado que el registrador revisará si estos ostentan el cargo y si se encuentran debidamente inscritos (RDGSJFP de 26 de noviembre de 2020).

⁴⁹ También el art. 18 CCom establece la obligación de que la inscripción en el RMER se practique en documento público, con las excepciones previstas en las Leyes y en el RRM.

miembro del órgano de administración (vigente e inscrito en el RMER⁵⁰), cuando se le hubiera facultado para ello de manera expresa en la escritura social o en la propia reunión en la que se hubieran adoptado los acuerdos a elevar a público (108 RRM).

114. Finalmente, el traslado del domicilio social dentro del territorio nacional, pero fuera de la provincia donde tuviese con anterioridad su domicilio la sociedad, deberá seguir el régimen del artículo 19 RRM. Dicho artículo hace necesaria la presentación en el RMER de una certificación literal de todas las inscripciones de la sociedad, con el objetivo de que se trasladen a la hoja que se le destine en el Registro del nuevo domicilio social. Más aún, la norma exige que la certificación, que deberá reproducir las cuentas que se hayan depositado en los últimos cinco ejercicios, no podrá expedirse sin acreditar la decisión o el acuerdo de traslado o, si lo solicitara el órgano de administración, con las firmas debidamente legitimadas.

b) Revocación de los poderes generales vigentes y otorgamiento de poderes nuevos

115. En lo referido a la revocación de los poderes generales existentes y al otorgamiento de poderes nuevos, ésta es una facultad que recae igualmente en el órgano de administración, en virtud de las competencias que tiene atribuidas para la representación de la sociedad tanto en juicio como fuera de él. Por este motivo, nos remitimos a lo anteriormente expuesto en todo lo relativo a la actuación del órgano de administración (*vid.* ¶111). Además, también hemos de remitirnos al artículo 94.1.5º RRM, el cual, consagra la necesidad de que en la hoja abierta a cada sociedad en el RMER queden inscritos los poderes generales. En el mismo sentido, el art. 22 CCom recoge que en la hoja abierta a las sociedades mercantiles se inscribirán los poderes generales.

7.2. Formalidades a observar si se produce fusión apalancada

116. Si se opta por realizar una fusión apalancada entra la SPV y la *target*, podemos encontrarnos con dos situaciones claramente diferenciadas, que dependen en última instancia de cómo hayan optado por estructurar la operación: (i) Una de las dos sociedades que participa en la fusión (SPV o *target*) absorbe a la otra, o; (ii) Se ha creado una nueva sociedad para ejecutar la operación y las dos sociedades (SPV y *target*) han extinguido su personalidad jurídica.

(i) Una de las dos sociedades que participa en la fusión (SPV o target) absorbe a la otra

117. En este supuesto, el domicilio social será el de la sociedad absorbente, salvo que en el proyecto de fusión se haya indicado otro domicilio como el domicilio social de la nueva sociedad (34

⁵⁰ Los Socios deberán atender a la particularidad que se presentaría en el caso de que decidiese reservar a JG esta competencia. Si así lo hiciesen, los Socios podrían acordar en JG, y en unidad de acto a la compraventa, la modificación de EESS, incluyendo el traslado del domicilio social. En dicha modificación, los Socios habrían procedido a modificar el consejo de administración, que ahora estaría compuesto por tres miembros. De manera paralela, el nuevo consejo de administración podría reunirse y nombrar a su presidente y al secretario de cara al otorgamiento de poderes, siendo este último aquel con capacidad certificante dentro del órgano de administración (109 RRM). No obstante, éste no estará inscrito, por lo que será necesario seguir los trámites del art. 111 RRM para su nombramiento.

LME)⁵¹. Además, y conforme al art. 94.1.7º RRM, en la hoja abierta de la sociedad se hará constar la fusión (sociedad absorbente), y la disolución (sociedad absorbida) de cada una de las sociedades. En lo referido a los poderes generales, se extinguirán los poderes de la absorbida, salvo que se prevea expresamente lo contrario, y éstos, conforme a los arts. 94.1.5º RRM y 22 CCom, deberán constar en la hoja abierta de la sociedad.

(ii) Se crea nueva sociedad tras la operación y las dos sociedades (SPV y target) extinguen su personalidad jurídica.

118. En el caso de que los Socios decidan articular la fusión mediante la creación de una nueva sociedad, extinguiéndose la personalidad jurídica de la SPV y de la *target*, deberán plasmar directamente en los EESS de la nueva sociedad dónde radica el domicilio social (arts. 23 LSC, 120 o 182 RRM⁵², 22 CCom). Además, y con independencia de que en la hoja abierta de cada una de las sociedades disueltas conste esta condición, será necesario que en la hoja abierta de la nueva sociedad resultante de la fusión conste que se constituye como consecuencia de las dos sociedades disueltas (art. 94.1.7º). De igual manera, y tal y como se ha indicado *supra*, el órgano de administración de la nueva sociedad será el competente para otorgar poderes generales, siguiendo el procedimiento establecido en la LSC (arts. 246 y siguientes), y cumpliendo con las formalidades establecidas en el RRM (art. 94.1.5º) y CCom (art. 22).

⁵¹ En las fusiones por absorción, la sociedad absorbente puede cambiar sus EESS, su denominación y su domicilio social. Por el contrario, la sociedad absorbida se disolverá sin liquidación aportando su patrimonio a la sociedad absorbente (F-23).

⁵² El art. 120 RRM hace referencia a la consignación en EESS del domicilio social de las sociedades anónimas, mientras que el art. 180 RRM reproduce su contenido en el marco de las sociedades de responsabilidad limitada.

8. La estructura de la refinanciación de HP con el sindicato bancario alemán y el repago anticipado de toda la deuda.

8.1. La refinanciación con el sindicato bancario alemán

119. Los socios tienen el objetivo principal de refinanciar HP aprovechando las buenas relaciones de ABC con un sindicato bancario alemán. Esta operación conlleva una serie de particularidades que merecen reseñarse:

(a) El carácter sindicado de la financiación implica la actuación conjunta de varias entidades de crédito que pueden ceder su posición a otros acreedores, suscribiendo entre sí un contrato entre acreedores (*interecreditor agreement*). Se designará a una de las entidades como “agente”, y ejercerá como “comisionista” del sindicato regulando los pagos establecidos en el contrato.

(b) Las entidades de crédito extranjeras que quieran ejercer en el territorio español deberán contar con la preceptiva autorización administrativa e inscribirse en el registro oficial de entidades de crédito del Banco de España (art. 26 RD 84/2015). Entendemos que la entidad de crédito habría cumplido con estas previsiones en caso de actuar en España.

(c) El hecho de que el sindicato bancario sea alemán puede dar lugar a especialidades en materia obligacional. Es frecuente que cuando el financiado acude a sindicatos bancarios extranjeros para obtener financiación, acuerde con estos la aplicación de leyes internacionales, siendo posible la aplicación de la ley alemana en virtud del Reglamento Roma I (69). Esta posibilidad tendrá que ser valorada por los Socios a la luz de su idoneidad.

Ahora bien, la elección de la ley aplicable deberá ser analizada minuciosamente en lo referido al otorgamiento de garantías. En la práctica alemana es habitual que, en función del tipo de sindicato (centralizado o descentralizado⁵³) la estructuración de las garantías difiera⁵⁴. En todo caso, si las garantías personales tuvieran que ser ejecutadas en territorio español, sería recomendable acudir al derecho español. En el caso de los contratos de garantía real, rige el principio *lex rei sitae*, que va a exigir la aplicación de la ley española.

⁵³ En Alemania distinguimos entre sindicatos “centralizados” y “descentralizados” en función de si el contrato de financiación lo constituye únicamente un negocio jurídico de préstamo o varios negocios jurídicos diferenciados. También es posible distinguir entre garantías accesorias o no accesorias en función del vínculo existente con la obligación principal (F-24).

⁵⁴ En Alemania pueden identificarse contratos de administración conjuntas de garantías (*Sicherheitenpoolvertrag*), cuya estructuración variará en función de si se otorgan garantías a cada miembro del sindicato (técnica empleada normalmente cuando el sindicato se encuentra descentralizado). Esta figura no resulta muy práctica cuando el sindicato es centralizado, en tanto que existirá un único derecho de crédito a garantizar (F-25).

8.2. Pago anticipado de la deuda

120. Los Socios plantean la posibilidad de pagar anticipadamente tanto la Deuda Bancos como la Deuda Socios, empleando a tales efectos la nueva financiación obtenida a través del sindicato bancario. Desdoblamos el análisis en función de cada deuda.

(i) *Deuda Bancos y refinanciación de la compañía*

121. En primer lugar, y atendiendo a la deuda bancaria original, los Socios han de considerar las necesidades reales de refinanciación y las consecuencias que pueden derivarse de la posible existencia de una cláusula de cambio de control⁵⁵ en el contrato de financiación bancaria suscrito con BE.
122. La tipificación de una cláusula de cambio de control podrá tener varios efectos atendiendo a cuál haya sido el límite pactado por las partes inicialmente. Es habitual encontrar cláusulas de cambio de control para cuya aplicación será necesario superar un umbral del 25% - 50% de cambio de control de las participaciones sociales. Así, en nuestro supuesto es evidente que esta cláusula será de aplicación en caso de existir, dado que la titularidad del capital social cambiará íntegramente. Entre los posibles efectos de dicha cláusula, destacamos:
- a) Su eventual carácter de condición suspensiva del contrato, siendo necesaria la aprobación por parte del prestamista para mantenerlo vivo. Incluso es posible que el cambio de control tenga que ser aceptado antes de finalizar la operación, pudiendo llevar aparejada la resolución del contrato si no fuera aprobado (70).
 - b) El cambio de control puede, además, hacer necesaria la refinanciación de la deuda contraída por HP - lo que repercutirá notablemente en el precio final de la operación e incrementará el coste - o provocar su vencimiento anticipado (71).
123. En nuestro supuesto, si BE como banco acreedor no aceptase el cambio de control, la financiación podría vencer anticipadamente. Asumiendo que su valor asciende a los 400M y que sería necesario abonar los intereses que se adeuden hasta el vencimiento y la comisión por vencimiento anticipado, sería fundamental llevar a cabo la refinanciación con el sindicato bancario alemán antes del proceso de compraventa. Además, en este contexto podrían ejecutarse las garantías otorgadas por IESA con anterioridad - que se identificarán en la fase de *Due Diligence* -, lo que revestirá una especial relevancia para la sociedad y podrá repercutir en el coste de la operación.
124. Ahora bien, en el improbable caso de que la cláusula de cambio de control no se encontrase plasmada en el contrato, no habría problema en proceder a la refinanciación de la compañía atendiendo a las circunstancias del mercado⁵⁶ y, posteriormente, consolidar la deuda existente para pagar anticipadamente con la nueva financiación. Cabe recordar, no obstante, que la amortización anticipada suele llevar aparejada la obligación de pago de una comisión, que

⁵⁵ Hacemos referencia a un cambio de control cuando se produzca un cambio sobre la unidad de decisión o un cambio del control efectivo de la sociedad en los términos del art. 42 CCom. Por este motivo, se suele fijar en el 25% el límite mínimo de cambio de titularidad del capital social para considerar la existencia de un cambio de control.

⁵⁶ Recordamos que en la práctica es habitual refinanciar la compañía cuando el mercado evoluciona de manera favorable y los tipos de interés son inferiores.

consistirá generalmente en un porcentaje sobre la cantidad que se vaya a amortizar antes del vencimiento pactado inicialmente (72). Sin embargo, desconocemos en el momento de la emisión del presente Dictamen si dichas comisiones se han llegado a pactar y cuál sería su alcance ⁵⁷.

(ii) Deuda Socios y refinanciación de la compañía. Especial observancia a la condición de titulares del préstamo participativo

125. En lo referido al pago anticipado de la deuda Socios, hemos de remitirnos necesariamente a las instrucciones proporcionadas sobre la adquisición de la compañía; y es que ABC y XYZ pretenden, de manera simultánea a la compraventa de las participaciones sociales, adquirir la Deuda Socios en la misma proporción, subrogándose así en la posición de IESA (arts. 1109 y ss. CC). En este supuesto, los Socios pasarían a ser acreedores de un préstamo participativo otorgado a su propia compañía.
126. Para el pago anticipado de un préstamo participativo habrá que ceñirse a las normas preceptivas consagradas en el art. 20 del RD-ley 7/1996. Este artículo define qué ha de entenderse por préstamo participativo⁵⁸ y las consecuencias en caso de amortización anticipada. Concretamente, el precepto contempla dos cuestiones fundamentales:
- a) La posibilidad de que las partes pacten una cláusula penal para los casos de amortización anticipada (art. 20.1.b)).
 - b) El prestatario, a la hora de amortizar anticipadamente el préstamo participativo, deberá realizar una ampliación de sus fondos propios por el mismo valor⁵⁹. Esa ampliación no podrá provenir de la actualización de activos (art. 20.1.b)). La norma responde a la protección de aquellos acreedores no participativos, por lo que su incumplimiento por parte de los Socios podrá dar lugar a acciones rescisorias - tanto dentro como fuera del concurso - en aquellos casos en que los derechos del resto de acreedores se vean lesionados. Además, la operación podría dar lugar a la responsabilidad de los administradores si con ella la sociedad acaba incurriendo en causa de insuficiencia patrimonial (73).
127. Empero lo anterior, en nuestro supuesto los Socios se habrían subrogado en la posición de IESA, queriendo ahora refinanciar la compañía y pagar anticipadamente una deuda de la que son, en parte, acreedores. Por ello, para realizar dicha operación los Socios deberán atender a varias cuestiones:
- a) La refinanciación de la totalidad de la deuda podrá considerarse como la adquisición de un activo esencial por su valor (500M), siendo la JG la encargada de aprobar la

⁵⁷ No obstante, si parte de la financiación bancaria la constituye la concesión de un crédito o préstamo hipotecario, la comisión pactada en caso de amortización anticipada nunca podrá ser superior a la establecida en el art. 8 de la Ley 41/2007: (a), 0,5% del capital amortizado anticipadamente si la amortización se produce dentro de los cinco primeros años del crédito o préstamo, y; (b) 0,25% del capital si es en un momento posterior.

⁵⁸ Tendrán dicha consideración aquellos préstamos en los que la entidad prestamista reciba un interés variable en función de la evolución de la actividad de la empresa prestataria (art. 20.1 RD 7/1996).

⁵⁹ Nótese que este requisito es obligatorio cuando es el prestatario el que decide amortizar anticipadamente el préstamo participativo (F-26), no al revés.

operación. Ahora bien, dado que nos encontraríamos en supuesto de conflicto de interés (atendiendo al fin último de la refinanciación) en el que el voto favorable de ABC sería necesario para la aprobación del acuerdo, se deberá justificar que la operación es conforme al interés social *ex art. 190.3 LSC*. De ahí la importancia de que las condiciones del sindicato alemán sean mejores que las actuales.

b) Además, los Socios y HP son entidades vinculadas entre sí, por lo que la operación deberá sujetarse a lo dispuesto en el art. 18 LIS sobre operaciones vinculadas y deberá realizarse en condiciones de mercado.

128. Por su parte, la ampliación de los fondos propios en el seno de HP podrá tener lugar de diversas maneras, entre otras: (a) aumentando capital; (b) a través de la capitalización de deuda; (c) aumentando el capital con cargo a beneficios; (d) aumentar el capital con cargo a reservas de libre disposición, o; (e) acordar propiamente la sustitución del préstamo participativo por otro en condiciones similares.

129. Además, si el préstamo hubiese recogido una cláusula penal (art. 20.1.b)), los Socios deberían asegurar que ésta se articula conforme a las condiciones de mercado y que no será considerada en ningún caso como un “pago” a los Socios.

8.3. Otros riesgos presentes en la operación

130. Finalmente, una refinanciación como la planteada, en la que los Socios quieren pagar anticipadamente la deuda, conlleva una serie de riesgos que podrán materializarse en el seno de un eventual procedimiento concursal. En este caso, la ley dispone que será posible la rescisión de los actos perjudiciales para la masa activa realizados durante los últimos dos años (art. 226 TRLC), y presume, sin admitir prueba en contrario, la existencia de un perjuicio patrimonial cuando se hayan realizado actos de extinción de obligaciones cuyo vencimiento fuera posterior a la fecha del concurso⁶⁰.

⁶⁰ También se presumirá de manera relativa la existencia de un perjuicio patrimonial para la concursada en la constitución de garantías reales a favor de obligaciones preexistentes u obligaciones nuevas en sustitución de aquellas (art. 228.2º TRLC). Así, podría apreciarse un riesgo en la constitución de garantías reales en el marco del nuevo contrato de financiación bancaria.

9. La resolución del contrato vigente de O&M y la suscripción del nuevo contrato con la sociedad del grupo ABC: análisis de riesgos presentes y del órgano competente para aprobar la operación.

9.1. Los riesgos presentes en la resolución anticipada del contrato de O&M

131. Los contratos de O&M (*operation and maintenance*) se formalizan durante la fase de explotación del proyecto. La sociedad titular del proyecto (en nuestro caso, titular de las centrales hidráulicas) externaliza en otra sociedad especializada su operación y mantenimiento. Si bien es cierto que en algunos proyectos este tipo de contratos no son negociados, sí que son frecuentes en la práctica cuando la titular quiere ejecutar estas operaciones por medio de otra entidad especializada.
132. Ahora bien, la resolución de este tipo de contratos implica una serie de riesgos que deben ser expuestos. Si bien desconocemos el clausulado completo del contrato de O&M vigente, los Socios deberán considerar los siguientes aspectos: (a) la duración pactada en el contrato y la previsión de cláusulas que permitan su prórroga anticipada o el desistimiento de una de las partes con la consiguiente indemnización por DyP; (b) el carácter de exclusividad que caracteriza al contrato, y; (c) la existencia de cláusulas de cambio de control y la ejecución de las garantías que hubiera podido otorgar IESA.

(i) Contratos de O&M de duración determinada

133. Generalmente, los contratos de O&M se pactan por un período de tiempo determinado, no excesivamente largo, y adecuado a la naturaleza y necesidades del proyecto (74). En estos supuestos, el análisis del clausulado del contrato – que en la actualidad desconocemos - será fundamental para determinar las consecuencias de la resolución anticipada. Es habitual que estos contratos recojan algunas de las siguientes cláusulas:
- a) Cláusula penal indemnizatoria: permite a las partes regular directamente los efectos económicos de la resolución anticipada y unilateral del contrato. Es habitual que en este tipo de contratos las partes modulen la cuantía a indemnizar atendiendo al tiempo de vigencia restante del contrato y al montante que se hubiera percibido en caso de cumplimiento.
 - b) Cláusula de prórroga anticipada: las partes pactan la posibilidad de que, durante un tiempo determinado, éstas puedan resolver el contrato sin la necesidad de abonar ninguna indemnización. No obstante, si no se ejerce esa facultad, el contrato se renueva automáticamente.
 - c) Cláusula de desistimiento unilateral: aunque son menos habituales que las cláusulas anteriores, es posible que las partes hayan pactado expresamente la facultad de resolver unilateralmente el contrato con un preaviso determinado, fijando una indemnización por DyP cuando dicho preaviso se hubiese incumplido.
134. Además, es posible que las partes no hayan pactado de manera expresa ninguna de las cláusulas anteriores o que, ante la existencia de una cláusula que permita el desistimiento del

contrato, no se haya ejercitado esta facultad. En estos casos, es evidente que la resolución anticipada trae consigo la obligación de indemnizar los DyP causados. Sin embargo, la cuantía a indemnizar variará en función de las particularidades del contrato.

135. La jurisprudencia ha considerado la posibilidad de fijar una indemnización en función del preaviso con el que se ejerce la resolución (SAP de Madrid de 28 de junio de 2021; SAP de Barcelona de 3 de mayo de 2011), condenando al pago de las mensualidades restantes del contrato (SAP de Madrid de 30 de enero de 2007), de su totalidad (SAP de Madrid de 14 de septiembre de 2021; SAP de Barcelona de 23 de marzo de 2012) o únicamente de los DyP que se hubieran causado (SAP de Barcelona de 19 de marzo de 2012).

(ii) Contratos de O&M de duración indefinida

136. Los contratos de O&M de duración indefinida son una *rara avis* en la práctica jurídica. No obstante, esta posibilidad debe ser subrayada en nuestro supuesto, especialmente si atendemos a la exclusividad que caracteriza el contrato de O&M actualmente suscrito. Los Tribunales se han pronunciado en multitud de ocasiones sobre los contratos de duración indefinida, consagrando la prohibición de que la vinculación obligatoria entre las partes sea perpetua (STS de 16 de noviembre de 2016; STS de 9 de octubre de 1997). Por ello, si las partes pactan una duración indefinida, existirá la posibilidad de resolver unilateralmente el contrato por cualquiera de éstas mediando un plazo de preaviso razonable que no haga “sorpresiva” la resolución⁶¹. De lo contrario, la resolución llevará aparejada la indemnización por los DyP causados.

(iii) Cambio de control y garantías otorgadas por IESA con anterioridad

137. Para analizar el impacto de las cláusulas de cambio de control y las garantías que hubiera podido otorgar IESA, nos remitimos a lo expuesto con anterioridad (*vid.* ¶122). Ahora bien, entendemos que la existencia de una cláusula de cambio de control estará relacionada con la exclusividad del contrato de O&M. Si del cambio de control se derivase en última instancia la terminación del contrato, los Socios podrían verse obligados a suscribir uno nuevo y a abonar la indemnización correspondiente si así se hubiera recogido.

9.2. La suscripción del nuevo contrato de O&M con la sociedad del grupo ABC

138. La formalización de un nuevo contrato de O&M con una sociedad que forma parte del grupo ABC en condiciones más onerosas a las del anterior contrato conlleva una serie de riesgos que deben señalarse, siendo preciso delimitar inicialmente a qué órgano social le competará adoptar la decisión de suscribir el nuevo contrato de O&M con la sociedad del grupo ABC.
139. Al respecto, las competencias reservadas a JG quedan recogidas en el art. 160 LSC y las del órgano de administración se mencionan en el art. 209 LSC. Dado que el art. 160 LSC no recoge de manera expresa que ésta sea una competencia de la JG, ha de entenderse que la suscripción del nuevo contrato de O&M le corresponderá al órgano de administración como órgano encargado de la gestión social.

⁶¹ En estos casos, es muy probable que se abone una indemnización por DyP correspondiente al plazo de preaviso de la resolución contractual.

140. Sin embargo, nos encontramos en este supuesto con una situación particular. A la hora de suscribir un contrato con una sociedad del grupo ABC, del que también forma parte HP, los Socios deben conocer que se estará realizando una operación intragrupo *ex art. 42.1.a) Ccom*, dado que ABC ostentará – de manera o indirecta – la mayoría de los derechos de voto en ambas sociedades.
141. Es el art. 231 bis.1 LSC el que dispone que la aprobación de las operaciones intragrupo sujetas a conflictos de interés corresponderá a la JG cuando el importe o el valor de la operación sea superior al 10% del activo de la sociedad o cuando esté legalmente reservada dicha competencia a la JG. Por el contrario, la aprobación del resto de operaciones intragrupo corresponderá al órgano de administración (art. 231 bis.2 LSC).
142. Ahora bien, desconocemos en el momento en el que se emite el presente Dictamen si en función del porcentaje total que represente la operación en el activo de la sociedad su aprobación corresponderá a la JG o al órgano de administración. Por ello, se analizan ambas posibilidades.

(i) Competencia del órgano de administración

143. Si el órgano de administración es competente, los administradores vinculados podrán participar en la adopción del acuerdo (art. 231 bis.2 LSC) cuando su voto fuese decisivo, aunque deberán probar que el acuerdo es conforme al interés social si éste es impugnado, o que actuaron cumpliendo los deberes de diligencia y lealtad si le es exigida responsabilidad. La jurisprudencia (STS de 11 de diciembre de 2015) ha señalado que el administrador de una sociedad se debe a ésta, y no debe velar por el interés de otras personas ajenas a ésta (75).
144. Se produce por tanto una “inversión de la carga de la prueba” que tiende a proteger los intereses de aquellos socios ajenos al grupo⁶² (en este caso, XYZ). Así, es posible que en las operaciones entre filiales de un grupo, la matriz pueda tener interés en que la operación se desequilibre del lado de una, pudiendo quedar comprometidos los derechos de la minoría (76). En nuestro caso, si los administradores conflictuados votan finalmente, deberán de ser conocedores del riesgo al que se someten, en tanto que el nuevo contrato, si bien no se encuentra fuera del valor de mercado, es más oneroso que el contrato precedente. Este argumento podría ser empleado dadas las circunstancias para hacer valer que no responde al interés social.

(ii) Competencia de la junta general

145. Si por el contrario la JG es competente para la adopción de este acuerdo porque el valor de la operación supera el 10% del activo total de la sociedad, debemos atender a los artículos 190 y ss. LSC, relativos a las situaciones de conflicto de interés en sede JG. Conforme al art. 190.3 LSC⁶³, el socio conflictuado podrá votar en aquellas situaciones de conflicto transaccional⁶⁴ en

⁶² Lo que pretende la regulación societaria es proteger el interés de aquellos accionistas externos o minoritarios frente a las imposiciones de un socio dominante de cuya actuación se pueden derivar beneficios a favor de una de las entidades intervinientes en la operación y a costa de la otra (F-27).

⁶³ El acuerdo de la junta supondrá una garantía porque el socio con conflicto de interés deberá demostrar la “razonabilidad de la operación” (F-28).

⁶⁴ Esta denominación hace referencia a los conflictos en los que un socio, por su presencia mayoritaria en ambas sociedades, tiene la posibilidad de influir en la formación de la voluntad de ambas (F-29).

las que su voto sea necesario para la adopción del acuerdo. Ahora bien, en estos casos se presumirá la lesión del interés social, quedando el socio conflictuado obligado a acreditar que el acuerdo alcanzado es conforme al interés de la sociedad (77).

146. Además, el acuerdo deberá ser adoptado por las mayorías del art. 198 LSC, a no ser que se hubiera pactado una mayoría distinta en EESS. También, conforme a lo indicado anteriormente (*vid.* P. ¶64) es muy probable que sobre esta materia - contratación con Socios - se haya pactado un derecho de veto a favor de XYZ.

9.3 Otros aspectos a tener en cuenta en la operación

(i) Autorización administrativa

147. Si al principio de este Dictamen hacíamos referencia al art. 133 RD 1955/2000 en lo referido a la autorización para la transmisión de la titularidad de una instalación de producción de energía eléctrica, el art. 115 recoge la necesidad de contar con autorización para la explotación de dichas instalaciones. Por ello, los Socios han de tener presente que el nuevo contrato tendrá que ser aprobado por la administración.

(ii) Riesgos en materia de IS

148. También será necesario atender a los riesgos a los que queda expuesta la sociedad ante la operación. El art. 18 LIS dispone que las operaciones efectuadas entre entidades vinculadas se valorarán siempre por su valor de mercado. Así, las entidades vinculadas deberán mantener a disposición de la Administración Tributaria la documentación específica que justifique que las operaciones se han efectuado atendiendo a su valor de mercado. Por este motivo, y si bien es cierto que la operación - según nos indican los Socios - no está fuera del valor de mercado, es muy importante que ello quede acreditado para evitar cualquier riesgo de carácter tributario.

(iii) Riesgos en materia concursal

149. Este tipo de operaciones podrá tener impacto en sede de concurso. En este sentido, el artículo 226 TRLC hace referencia a la rescisión de los actos perjudiciales para la masa activa realizados por el deudor en los dos años anteriores a la declaración del concurso.
150. El art. 228.1º TRLC establece que se presumirá el perjuicio patrimonial, salvo prueba en contrario, cuando se hayan realizado actos de disposición a título oneroso a favor de alguna entidad especialmente relacionada con el concursado, mientras que el art. 283.1.3º establece que serán personas especialmente relacionadas del concursado persona jurídica aquellas sociedades que formen parte del mismo grupo que el concursado.
151. Por todo lo anterior, es muy importante que la operación sea realizada en condiciones de mercado y no especialmente onerosas para la sociedad en aras a evitar su rescisión; especialmente si atendemos a que no nos encontramos frente a una actividad ordinaria de la sociedad que impida su rescisión *ex* art. 230.1º LSC.

Anexo I - Fuentes empleadas

Obra	Referencias
1. Acitores, A. S. (2014). Análisis financiero-económico de los " leveraged buyouts". <i>Estudios financieros. Revista de contabilidad y tributación: Comentarios, casos prácticos</i> , (377), 159-196.	(F-21)
2. Acitores, A. S. (2014). La prohibición de asistencia financiera en sede de fusiones apalancadas. <i>Revista Española de Capital Riesgo</i> , (3)	(55)
3. Acosta Álvarez, T.J. (2021). La <i>due diligence</i> legal previa a la adquisición de la empresa.	(10); (12); (15); (17); (18); (19); (23)
4. Alfaro Águila - Real, J. (2007). <i>Lecciones: Asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones propias</i> .	(F-20)
5. Alfaro Águila - Real, J. (2007). El sistema de representación proporcional para el nombramiento de consejeros.	(F-16)
6. Alfaro Águila-Real, J. (2018). Pactos parasociales y cambios de socios.	(F-10)
7. Alfaro Águila - Real, J. (2019). El deber de abstención del socio en caso de conflicto de intereses (art. 190 LSC).	(F-29)
8. Argali (2021). Las cláusulas de cambio de control.	(70)
9. Arjona, A., José, M., & Carrasco Perera, A. (2019). "Fusiones y adquisiciones de empresas" <i>Aranzadi-Thomson</i> , 2. 5º Edición	(37); (63); (64); (66); (67)
10. Benazerraf, A. P., & Bayón, P. S. (2013). Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas. <i>Aranzadi civil-mercantil. Revista doctrinal</i> , 2(3), 69-104.	(65); (F-22)
11. Campuzano, A., Sebastián Quetglas, R. y Tortuero Ortiz, J. (2021). Esquemas de derecho de las sociedades de capital. <i>Tirant Lo Blanch</i> .	(27)
12. Caravaca, A. L. C., & González, J. C. (2020). Poderes autorizados por notarios extranjeros y compraventa de inmuebles situados en España. <i>Cuadernos de derecho transnacional</i> , 12(1), 8-65	(1); (5)
13. Carrasco Perera, A., Cordero Lobato, E., & Marín López, M. J. (2015). Tratado de los derechos de garantía, 3ª edición, ed. <i>Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor</i>	(60)
14. Capilla Casco (2021). Los tratos preliminares, cartas de intenciones, ofertas vinculantes y no vinculantes. Su problemática contenciosa.	(F-2)

15. Cuatrecasas (2022). De nuevo sobre la competencia de la junta sobre activos esenciales	(8)
16. Cuatrecasas (2022). Seguros de <i>W&I</i> .	(F-18); (F-19); (42)
17. Deloitte (2022). El sistema de representación proporcional para el nombramiento de consejeros en sociedades de responsabilidad limitada.	(F-15)
18. Dentons (2019). Sandbagging in M&A transactions.	(47)
19. Díez Moreno, A. (2020). Consentimiento de los socios y adopción de acuerdos sociales por unanimidad. <i>Gómez-Acebo & Pombo</i> .	(F-13)
20. Díaz Moreno, A. (2022). Mayoría reforzada del 90 por 100 en pacto parasocial de sociedad limitada. <i>Gómez-Acebo & Pombo</i>	(F-14)
21. Estivill, J. M. F. (2009). Los poderes extranjeros en la contratación notarial. <i>Revista Jurídica del Notariado</i> , (72), 117-184.	(2); (3); (4);
22. García García, E. (2021). Comentario al art. 231 bis. <i>Tirant Lo Blanch</i>	(75); (F-27); (76)
23. García Luque, A. (2017). España - Poderes notariales en el extranjero. <i>Garrigues</i> .	(6)
24. Garrigues (2021). Pro-sandbagging and anti-sandbagging clauses in M&A deals: regulation in Latin America.	(46)
25. Gimeno Ribes, M. (2015). La fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente (Análisis del art. 35 LME)	(49); (F-21 bis); (57); (68)
26. Global Trade Fundings (2022). Operation & Maintenance Agreements.	(74)
27. Gómez - Salinas (2019). La eficacia de los pactos de socios	(F-12)
28. Gómez-Salinas (2021). M&A: Aspectos prácticos de la Due Diligence.	(11)
29. Guía del Experto Contable (Documento nº2) sobre la Compra-venta de empresas (Due Diligences) publicada por el Registro de Expertos Contables (2018).	(13); (14); (16); (26)
30. Labtaut Serer, G., Bustos Contell, E., Climent Serrano, S. (2019). Aplicación práctica de la contabilidad de las operaciones societarias (III). Combinaciones de negocios: Aportaciones no dinerarias por operaciones societarias y fusiones de sociedades (RM 47/19 Junio 2019).	(F-23)
31. LEFEBVRE (2022). Memento sociedades limitadas	(7); (F-1)
32. Luceño Oliva, J.L. (2010). Los pactos parasociales como instrumento de protección del socio minoritario. Una propuesta de contenido mínimo. <i>Noticias jurídicas</i> .	(F-11)

33. Marín de la Bárcena, F. (2022). Amortización anticipada de préstamos participativos. <i>Gómez - Acebo & Pombo</i> .	(F-26); (73)
34. Martín Baumeister, B. (2013). La configuración de paquetes de garantías en distintas modalidades de financiación sindicada, en particular, en financiaciones corporativas, de adquisición, de proyecto y de sale and lease back.	(56); (59)
35. Martín Baumeister, B. (2014). Financiación y estructuración de garantías.	(69); (F-24); (F-25)
36. Martínez, G. S. P., & del Río, G. (2021). El seguro de manifestaciones y garantías: cuestiones prácticas de interés. In <i>Manual de fusiones y adquisiciones de empresas</i> (pp. 483-514). Wolters Kluwer.	(39); (41)
37. Noval Pato, J. (2022). La jurisprudencia del Tribunal Supremo en materia de pactos omnilaterales. Comentario a la sentencia 300/2022, de 7 de abril.	(F-6); (F-7); (F-9).
38. Oliva, J. L. L., & Camacho, E. G. (2020). Las manifestaciones y garantías en la compraventa de empresas. El seguro de manifestaciones y garantías. <i>Diario La Ley</i> , (9614)	(30); (31); (33); (36)
39. Paz-Ares, C. (2003). EL ENFORCEMENT DE LOS PACTOS PARASOCIALES. 19-43.	(F-3); (F-8)
40. Paz-Ares, C. (2011). La cuestión de la validez de los pactos parasociales. 252-256.	(F-4)
41. Perdices Huetos, A. (2016). Pactos parasociales omnilaterales y los grandes expresos europeos. <i>Almacén de Derecho</i> .	(28); (F-5)
42. Perdices Huetos, A. (2021). Asistencia financiera y compra de empresa. En <i>Manual de fusiones y adquisiciones de empresas</i> .	(48)
43. Pérez López, A., Álvarez Couso, I., Contreras Bernier, B. (2016). La financiación de la adquisición de empresas. Financiación bancaria y vía mercado de capitales. In <i>Manual de fusiones y adquisiciones de empresas</i> (pp. 135-185).	(20); (50); (51); (52); (53); (54); (62); (71)
44. Pomar, F. G., & Saldaña, M. A. G. (2021). Las manifestaciones y garantías en los contratos de compraventa de empresas. En <i>Manual de fusiones y adquisiciones de empresas. 3ª Ed.</i> (pp. 417-447).	(29); (32); (F-17); (34); (35); (38)
45. Quetglas, S., & Jordano Luna, M. (2018). <i>Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas</i> . Wolters Kluwer España	(58)
46. RAMÓN Y CAJAL (2016). Los activos esenciales y la aplicación del artículo 160 f) de la Ley de Sociedades de Capital al sector inmobiliario.	(9)
47. Sancho Gargallo, I. (2021). Comentario al artículo 190 LSC. Conflicto de intereses	(77)
48. Tortuero Ortiz, J. (2021). El contrato de compraventa de acciones. En <i>Manual de fusiones y adquisiciones de empresas</i> (pp. 341-386)	(25); (40); (43); (44);

	(45)
49. Valero, M.A. (2019). Cuando la empresa debe pasar la ITV: las claves de una eficaz “Due Diligence”	(22); (24)
50. Valpuesta Gastaminza, E. (2022). Comentarios a la Ley de Sociedades de Capital. 4º Edición. <i>Wolters Kluwer</i> . Comentario al artículo 231 bis LSC.	(F-28)
51. Wolters Kluwer (2022). Amortización anticipada	(72)

Anexo II - Gráfico de la operación

