

El contrato de socios y su relación con los estatutos sociales en el contexto de una compraventa de empresa

The shareholders' agreement and its relationship with the corporate by-laws in the context of a company acquisition



ANTONIO SERRANO ACITORES

Prof. Dr. de Derecho Mercantil en la Universidad Rey Juan Carlos
Socio de Antonio Serrano Alberca Abogados

Fecha de recepción: 23 de julio de 2015.

Fecha de aceptación: 13 de septiembre de 2015.

SUMARIO: I. INTRODUCCIÓN. ■ II. LOS ESTATUTOS SOCIALES. ■ III. EL CONTRATO DE SOCIOS. 3.1. Concepto. ■ 3.2. Naturaleza jurídica y clases. ■ 3.3. La validez y la eficacia de los contratos de socios. ■ A. La validez de los contratos de socios. ■ B. La eficacia de los contratos de socios. ■ 3.4. La publicidad de los pactos parasociales. ■ A. Régimen obligatorio de las sociedades cotizadas. ■ B. Régimen potestativo en sociedades no cotizadas: breve referencia a la publicidad de los protocolos familiares. ■ 3.5. Contenido típico del acuerdo de socios. ■ A. Introducción. ■ B. Los compromisos de inversión y aportación de fondos. ■ C. El gobierno y la administración de la sociedad. ■ D. Limitaciones a la transmisibilidad de las acciones o participaciones de la sociedad. ■ E. Retribuciones. ■ F. Regulación de la desinversión. ■ G. Cláusulas de extinción del contrato de socios. ■ H. Otras cláusulas. ■ IV. A modo de conclusión. ■ Bibliografía.

Resumen

Si como consecuencia de una operación de adquisición de empresa, finalmente no todos sino solo parte de los socios de la Sociedad *Target* enajenaran su participación, podría resultar conveniente la firma de un contrato de socios o pacto parasocial, que regule las relaciones entre el comprador y aquellos socios que vayan a permanecer en el capital de la Sociedad *Target* en el momento de cerrarse la operación.

Así las cosas, las relaciones entre los socios, ya propietarios de la Sociedad *Target* y las relaciones de estos con la propia sociedad se articularán, principalmente, a través de dos instrumentos: uno de naturaleza interna (el contrato de socios o pacto parasocial) y otro de naturaleza externa (los estatutos sociales).

A fin de comprender todo lo anterior, en el presente trabajo analizaremos, en primer lugar, tanto la figura de los estatutos como la del pacto parasocial de los socios, para adentrarnos con posterioridad en un análisis profundo de la segunda figura y de la manera que tiene de interrelacionarse con la primera, prestando especial atención a las obligaciones de cada una de las partes en el cierre de la operación, a las mayorías reforzadas o derechos de veto tanto en junta como en consejo de administración, a la transmisión de las acciones o participaciones, al régimen de adhesión de nuevos socios y a las posibles soluciones para poner fin a situaciones de bloqueo.

Palabras clave

Contrato de socios, pacto parasocial, estatutos sociales, compraventa de empresas.

Abstract

If as a consequence of a company's acquisition, not all but just part of the shareholders of the Target Company sell their stake therein, it could be advisable to sign a shareholders' agreement at the time of the closing of the transaction so as to regulate the relationships amongst the purchaser and those partners remaining in the share capital of the Target Company.

This being the case, the relationships amongst the shareholders, now owners of the Target Company, and their relationships with the company itself, should be articulated mainly through two instruments: the shareholders' agreement, characterised by its internal nature, and the corporate by-laws, featured by their external nature.

In the light of the above, the purpose of this paper is to analyse, firstly, the key concepts related to the by-laws and to the shareholders' agreement, to continue, secondly, with a depth study of the latter and its way to inter-

relate with the former, drawing our attention specially to the obligations of each of the parties at the closing of the transaction, the reinforced majorities, the rights of veto within the general shareholders' meeting and the board of directors' meeting, the transfer of shares or participations, the accession regime of new partners and the potential solutions to end with corporate deadlock situations.

Key words

Shareholders' agreement, corporate by-laws, companies' acquisitions.

I. INTRODUCCIÓN

A la hora de implementar las adquisiciones empresas, la estructura más habitual de articular las mismas –sobre todo, cuando intervienen inversores financieros u operadores de capital riesgo, no siendo tampoco infrecuente cuando lo realiza un inversor industrial– consiste en constituir (o comprar) una sociedad vehículo (en adelante, «**Newco**») que será la que obtenga la financiación (bien a través de fondos propios, bien a través de fondos ajenos prestados por varias entidades de crédito) y adquiera las acciones o participaciones de la sociedad objeto de la adquisición (en adelante, la «**Sociedad Target**»)¹.

Ahora bien, en la medida en que, como consecuencia de la operación de adquisición, finalmente no todos sino solo parte de los socios de la Sociedad *Target* enajenaran su participación, podría resultar conveniente la firma de un contrato de socios o pacto parasocial, que regule las relaciones entre el comprador y aquellos socios que vayan a permanecer en el capital de la Sociedad *Target* en el momento de ceurrarse la operación².

Así las cosas, las relaciones entre los socios, ya propietarios de la Sociedad *Target* y las relaciones de estos con la propia sociedad se articularán, principalmente, a través de dos instrumentos: uno de naturaleza interna (el contrato de socios o pacto parasocial) y otro de naturaleza externa (los estatutos sociales).

De este modo, se ha de tener presente que el contrato de socios posibilita a estos pactar cuestiones al margen de los estatutos sociales, bien porque los pactos no sean inscribibles en el Registro Mercantil, bien por otros motivos tales como (i) que dichos pactos solo vinculen a parte de los socios y no a todos o (ii) por motivos de seguridad y confidencialidad.

1. SERRANO ACITORES, A., «*Leveraged buyouts*»: *El Sistema Contractual de las Adquisiciones Apalancadas de Empresas por Operadores de Capital Riesgo*, publicado como Monografía número 40 de la Revista de Derecho de Sociedades, Aranzadi (Cizur Menor, 2013).

2. Sobre los contratos de socios o pactos parasociales véase el completo estudio de FRASQUET GARCÍA, A., «Pactos parasociales» en la obra colectiva *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros* coordinada por J.J. SAAVEDRA ORTIZ y A. SERRANO ACITORES, Bosch (Barcelona, 2011), págs. 268 y siguientes.

En estos supuestos, es necesario que el contrato de socios delimite y regule su relación con el texto de los estatutos sociales, siendo lo más común que en el contrato de socios se incluyan (i) la obligación para los firmantes de modificar los estatutos adecuándolos a las previsiones del contrato de socios siempre dentro de los límites legales y (ii) una cláusula de interpretación e integración entre el contrato y los estatutos en el sentido de que en el caso de que surja alguna discrepancia entre las partes prevalecerá el contrato de socios frente a los estatutos sociales.

Asimismo, es destacable que la relación entre los estatutos sociales y el contrato de socios tiene tal relevancia que es práctica común incorporar al contrato de socios a través de un anexo los estatutos sociales pactados que finalmente se fijarán en la propia sociedad.

A fin de comprender todo lo anterior, en el presente trabajo analizaremos, en primer lugar, tanto la figura de los estatutos como la del pacto parasocial de los socios, para adentrarnos con posterioridad en un análisis profundo de la segunda figura y de la manera que tiene de interrelacionarse con la primera.

Eso sí, previamente queremos aclarar cuál o cuáles serán las sociedades que se verán afectadas por la figura del pacto parasocial y su interrelación con sus respectivos estatutos.

En este sentido, ya sabemos que este tipo de operaciones se materializa, habitualmente, mediante la utilización de una sociedad vehículo (*Newco*) que es la encargada de comprar las acciones o participaciones de la Sociedad *Target*.

Los motivos fundamentales son los siguientes:

- (i) Se consigue limitar la responsabilidad mediante la interposición de un vehículo.
- (ii) *Newco* permite aglutinar a los distintos inversores (*private equities*, co-inversores, directivos e incluso los propios vendedores que reinvierten en su antigua empresa).
- (iii) *Newco* se encargará de obtener la financiación necesaria (vía apalancamiento o vía fondos propios) para poder llevar a cabo la adquisición de la Sociedad *Target*.
- (iv) En ocasiones, esta estructura es fiscalmente más eficiente.

Pues bien, en estos casos, el contrato de socios y los estatutos sociales de referencia serán los relativos precisamente a *Newco*, la cual será, a su vez, la que sea la titular de las acciones o participaciones de la Sociedad *Target*.

Sin embargo, en ocasiones –como por ejemplo, en caso de que la adquisición se lleve a cabo por un inversor industrial– no será necesario utilizar una sociedad vehículo para llevar a cabo este tipo de operaciones, entrando los inversores directamente en el capital de la Sociedad *Target* bien mediante una ampliación de capital o bien mediante la compra o adquisición directa de una parte de las acciones o participaciones de la misma.

En consecuencia, en estos casos, tanto el acuerdo de socios como los nuevos estatutos sociales serán los relativos a la propia Sociedad *Target*.

II. LOS ESTATUTOS SOCIALES

En este tipo de operaciones una de las necesidades que surgen es la de articular la relación de los socios con la propia sociedad objeto de inversión. Esto se conseguirá mediante la elaboración de unos cuidados estatutos sociales³.

Como sabemos, los estatutos sociales, tanto en la sociedad anónima como en la sociedad de responsabilidad limitada, determinan las normas de organización y de funcionamiento por las que ha de regirse la sociedad recogiendo el ordenamiento corporativo del que se dota la organización social al objeto de perfilar sus reglas de funcionamiento precisando las normas de actuación de los diversos órganos sociales y concretando la posición jurídica de los socios⁴.

En este sentido se manifiesta la Sentencia del Tribunal Supremo de 31 de mayo de 1995 pues, tras destacar la naturaleza convencional o contractual de los estatutos, señala que sirven «*de regla de conducta a la sociedad y a sus integrantes*».

Los estatutos tienen naturaleza externa dado que se incorporan necesariamente a una escritura pública que deberá inscribirse en el Registro Mercantil, y, en consecuencia, serán oponibles frente a todos los socios, la propia sociedad y cualesquiera terceros de acuerdo con el art. 9 del Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil (en adelante, el «**RRM**»).

Por su parte, el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, la «**LSC**») contiene en sus arts. 23 y siguientes los requisitos mínimos que deben cumplir los mismos.

Sin embargo, no se debe olvidar que en la LSC se contienen algunas normas sobre determinadas materias con carácter dispositivo, es decir, que pueden ser alteradas por los socios siempre y cuando dichas alteraciones sean recogidas en los estatutos, concediéndoles a los socios, en consecuencia, un cierto grado de maniobra.

En efecto, no debemos olvidar, por ejemplo, que se pueden configurar en estatutos mayorías y *quora* reforzados (art. 200 de la LSC para la sociedad limitada y arts. 193, 194 y 201.3 de la LSC para la sociedad anónima) o fijar limitaciones a la transmisibilidad de las acciones y participaciones (arts. 107 y 108 de la LSC y 188 del RRM para sociedades limitadas y arts. 123 de la LSC y 123 del RRM para sociedades anónimas).

Estas materias y otras, serán, sin duda muy útiles para configurar las relaciones entre los socios entre sí y entre los socios y la propia sociedad, siendo además muy frecuente, como ahora veremos, tratarlas y regularlas también y en paralelo en el contrato de socios.

3. Vid. DUQUE DOMÍNGUEZ, J.F., «Escritura, estatutos y límites a la libertad estatutaria en la fundación de sociedades anónimas» *Derecho de sociedades anónimas*, Vol. 1, *La fundación*, coordinado por A. ALONSO UREBA, J.F. DUQUE DOMÍNGUEZ, G. ESTEBAN VELASCO, R. GARCÍA VILLAVERDE y F. SÁNCHEZ CALERO, Civitas (Madrid, 1991), págs. 15 a 110.

4. URÍA, R., MENÉNDEZ, A. y GARCÍA DE ENTERRÍA, J., «La sociedad anónima: fundación», *Curso de Derecho Mercantil I*, coordinada por R. URÍA y A. MENÉNDEZ, Thompson Civitas (Cizur Menor, 2006), pág. 832.

Finalmente, no se ha de obviar que los estatutos pueden incluir cualesquiera pactos que los socios tengan por conveniente, con los únicos límites de no oposición a las leyes ni contradicción de los principios configuradores del tipo societario escogido (art. 28 de la LSC) concediendo esta posibilidad a los socios un margen de maniobra adicional para configurar los estatutos sociales a medida de la operación.

III. EL CONTRATO DE SOCIOS

3.1. Concepto

Siempre que, como consecuencia de la operación de compraventa de empresa, finalmente no todos sino solo parte de los socios de la Sociedad *Target* enajenaran su participación, podría resultar conveniente la firma de un contrato de socios, que regule las relaciones entre el comprador y aquellos socios que vayan a permanecer en el capital de la Sociedad *Target* en el momento de cerrarse la operación.

Este acuerdo, que puede efectuarse, bien en unidad de acto en el momento de la constitución de *Newco*, bien con carácter previo al inicio de la operación, prestará especial atención, entre otras cosas, a las obligaciones de cada una de las partes en el cierre de la operación, a las mayorías reforzadas o derechos de veto tanto en junta como en consejo de administración, a la transmisión de las acciones o participaciones, al régimen de adhesión de nuevos socios, a las posibles soluciones para poner fin a situaciones de bloqueo y a las condiciones para futuras desinversiones.

Y es que al hablar de contrato de socios nos encontramos frente a pactos reservados, sindicatos de accionistas o pactos parasociales, que por todos estos y algún nombre más es conocido.

La verdad es que entre las distintas denominaciones, tanto nuestra doctrina como el propio legislador, siguiendo el ejemplo de la doctrina italiana, han preferido mayoritariamente el término de «pacto parasocial»⁵. Ello se debe probablemente a la corrección etimológica que ello implica pues la utilización del prefijo griego «*παρ*-para» –«junto a» sirve para hacer referencia a un pacto que «junto» al contrato social, completa las reglas que gobiernan la sociedad⁶.

Ahora bien, importada del mundo anglosajón, también es bastante habitual hacer uso de la expresión «acuerdos entre socios/accionistas» (*shareholders' agreements*).

En cualquier caso, podemos definir el contrato de socios o pacto parasocial, siguiendo a PÉREZ MILLÁN como «*un acuerdo entre algunos o todos los socios de una sociedad, al margen del contrato social y los estatutos, dirigido para influir en la esfera social*»⁷.

5. Y dentro de la doctrina, especialmente, OPPO. En este sentido, véase OPPO, G., *I Contratti Parasociali*, (Milán, 1942).

6. FRASQUET GARCÍA, A., *op. cit.*, pág. 268.

7. PÉREZ MILLÁN, D., «Sobre los pactos parasociales», *Revista de Sociedades*, número 31, (2008), págs. 383 y siguientes.

En idéntico sentido, pero con mayor precisión, se pronuncia PAZ-ARES⁸ al indicar que el fin último de las partes firmantes de un contrato de socios es «*completar, concretar o modificar, en sus relaciones internas, las reglas legales y estatutarias*» que rigen la sociedad a que el pacto en cuestión se refiere.

En definitiva, se trata de acuerdos suscritos entre los socios de la sociedad (siendo en ocasiones también suscritos por la propia sociedad) de naturaleza interna, extraestatutaria y parasocial relativos al funcionamiento de la misma o a la composición de su capital.

3.2. Naturaleza jurídica y clases

Los acuerdos de socios, son contratos atípicos, sinalagmáticos y de tracto sucesivo que encuentran su base jurídica en el Derecho de las obligaciones y no en el Derecho societario.

Se caracterizan, de una parte, por su autonomía formal y estructural frente a la escritura de constitución de la sociedad y sus estatutos y, de otra, por su dependencia o identidad respecto de ellos.

En este sentido se pronuncia FRASQUET GARCÍA diciendo que «*por una parte, en efecto, se trata de acuerdos formal y estructuralmente independientes de la escritura de constitución y los pactos estatutarios de las sociedad a la que se refieren, suscritos en documento separado e independiente y al margen del proceso de formación de la voluntad social. Por otra parte, sin embargo, encuentran precisamente su justificación y aun el presupuesto de su formalización en la existencia de la sociedad y en la condición de socios de las partes que los otorgan, teniendo por objeto último, como decimos, completar, concretar o modificar aquellas reglas fundacionales y estatutarias*»⁹.

Por otra parte, y como se intuirá, existen múltiples y variadas clasificaciones de los contratos de socios. Esto es lógico por dos motivos fundamentales, a saber: (i) el abanico de posibilidades a la hora de fijar pactos dentro del contrato, hace muy difícil ceñir el mismo a una clase concreta de pacto parasocial (es decir, lo más probable es que un pacto pueda ser incluido en más de alguna de las clasificaciones doctrinales existentes); y (ii) muy relacionado con lo anterior, lo más normal es no encontrar un contrato de socios igual a otro toda vez que los mismos constituyen auténticos trajes a medida para los socios y sociedades implicadas.

Sea como fuere, podemos resaltar una primera clasificación que diferencia entre (i) los pactos parasociales complementarios al contrato social, que tienen por objeto fijar obligaciones de los socios firmantes frente a la sociedad (por ejemplo, obligándose a suscribir una ampliación de capital), y (ii) los acuerdos de socios colaterales al contrato de sociedad, cuyo fin no es otro que obligar al socio frente a los demás socios firmantes del pacto parasocial a un ejercicio vinculado de los derechos que se derivan del contrato social (siendo el ejemplo más frecuente la sindicación de acciones a efectos de voto en junta general de socios).

8. PAZ-ARES, C., «El enforcement de los pactos parasociales», *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, número 5, (2003), págs. 19 y siguientes.

9. FRASQUET GARCÍA, A., *op. cit.*, pág. 269.

Otra clasificación muy utilizada es la que distingue en función de elementos subjetivos y objetivos del acuerdo de socios.

Así, si nos centramos únicamente en los elementos subjetivos pueden distinguirse dos tipos de contratos de socios, aquellos que son firmados por todos los socios y aquellos que solamente son firmados por una parte de los socios.

Por el contrario, si atendemos a los elementos objetivos del contrato parasocial podemos diferenciar los siguientes tipos:

- (i) Los pactos parasociales de organización que tienen por finalidad regular la organización y funcionamiento de la sociedad reglamentando las competencias de los órganos societarios así como el proceso de formación de voluntad de los mismos.
- (ii) Los pactos parasociales de atribución en virtud de los cuales se acuerdan prestaciones o ventajas a favor de la sociedad (por ejemplo, obligándose a realizar nuevas aportaciones).
- (iii) Los pactos parasociales de relación que son aquellos pactos que vinculan exclusivamente a los firmantes del mismo (por ejemplo, a efectos del régimen de distribución de dividendos de manera diversa a la fijada legal o estatutariamente o a la hora de fijar un régimen especial de transmisibilidad de acciones o participaciones).

3.3. La validez y la eficacia de los contratos de socios

Los principales problemas que pueden plantear los contratos de socios son los de su validez y eficacia. En efecto, desde un punto de vista eminentemente práctico, estos aspectos pueden ser determinantes pues los firmantes del contrato de socios buscarán la mejor protección posible para un pacto cuyo deseo es que despliegue plenamente sus efectos y su cumplimiento sea plenamente garantizado.

A. La validez de los contratos de socios

En primer lugar, y por lo que refiere a su validez, el problema fundamental que se presenta es el de determinar si los pactos de un contrato de socios pueden ser válidos aun siendo claramente contrarios a los criterios y principios inspiradores del tipo social al que el contrato se refiere.

Pues bien, a este respecto, podemos diferenciar tres posturas doctrinales enfrentadas, a saber:

- (i) La tesis encabezada por FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA¹⁰ y ALONSO LEDESMA¹¹ en virtud de la cual se considera que la validez de los acuerdos contenidos en el pacto parasocial ha de ser estudiada al amparo del Derecho de socie-

10. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., «Pactos parasociales», *Enciclopedia Jurídica Básica Civitas*, vol. III, Civitas (Madrid, 1996), pág. 856.

11. ALONSO LEDESMA, C., «Pactos parasociales», *Diccionario de Derecho de Sociedades*, Iustel (Madrid, 2006), pág. 856.

dades y, en consecuencia, a la luz de los principios configuradores del tipo social elegido.

- (ii) La tesis con la que nos identificamos y que es defendida esencialmente por PAZ-ARES¹² para quien «*los pactos parasociales no son inválidos por contravenir normas del tipo societario (por ejemplo, la prohibición de unanimidad o de voto plural); solamente lo son si atentan contra valores sustantivos del entero sistema (por ejemplo, prohibición de pactos leoninos o exigencias de la buena fe)*».
- (iii) Y una tesis intermedia liderada por OPPO¹³ que diferencia entre las reglas instrumentales del contrato de socios (relativas a la formación de la voluntad de los órganos sociales), que estima válidas en tanto en cuanto no sean contrarias al interés social, y las reglas finales (referentes al fin social) que únicamente serán consideradas inválidas en aquellos casos en los que vulneren frontalmente el interés social.

B. La eficacia de los contratos de socios

En segundo lugar, y por lo que refiere a la eficacia de los pactos parasociales tenemos que distinguir dos tipos de eficacia, a saber:

- (i) La eficacia *inter partes*: a pesar del anacrónico art. 119 del Código de Comercio (en adelante, el «**CCom**») en virtud del cual «*los socios no podrán hacer pactos reservados, sino que todos deberán constar en la escritura social*», tanto nuestra doctrina y jurisprudencia como normativa posterior a dicho artículo reconocen la eficacia *inter partes* de los pactos parasociales sobre la base de dos principios de nuestro Código Civil (en adelante, el «**CC**») que no son otros que la autonomía privada del art. 1255 del CC y el art. 1091 del mismo cuerpo legal a cuyo tenor «*las obligaciones que nacen de los contratos tienen fuerza de ley entre las partes contratantes, y deben cumplirse al tenor de los mismos*».

En efecto, e inspiradas en estos artículos, nuestro legislador ha ido aprobando paulatinamente sucesivas normas que no han hecho sino ratificar la obsolescencia del mencionado art. 119 del CCom. Así, entre las normas que abogan por la eficacia de los pactos parasociales entre los firmantes encontramos las siguientes:

- a) Sorprendentemente, el propio CCom en su art. 42 menciona indirectamente los pactos parasociales al referirse a «*acuerdos celebrados con terceros*» para determinar si existe o no control y, en consecuencia, grupo de sociedades con la obligación de consolidar cuentas.
- b) El art. 29 de la LSC en cuya virtud «*los pactos que se mantengan reservados entre los socios no serán oponibles a la sociedad*» ergo, a *sensu contrario*, serán exigibles entre las partes y, además, si devienen públicos, podrán tener eficacia frente a la propia sociedad como veremos al explicar la publicidad de los mismos.

12. PAZ-ARES, C., «El enforcement...», *op. cit.*, pág. 21.

13. OPPO, G., *op. cit.*, págs. 524 a 528.

- c) El art. 128 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (en adelante, la «**LMV**») y los artículos del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores que lo desarrollan y en virtud de los cuales se identifica a los pactos parasociales como uno de los mecanismos facilitadores para conseguir el control en una sociedad cotizada y que, por ende, podrían obligar a formular una OPA sobre dicha sociedad.
 - d) Los arts. 530 y siguientes de la LSC, al regular la publicidad que se tiene que dar a determinados pactos parasociales en el ámbito de las sociedades cotizadas.
 - e) El Real Decreto 171/2007, de 9 de febrero, por el que se regula la publicidad de los protocolos familiares (en adelante, el «**RD 171/2007**»), que no son sino una modalidad de acuerdo de socios en el seno de una sociedad familiar.
- (ii) La eficacia frente a terceros: resulta muy difícil de justificar que un pacto parasocial firmado únicamente por una parte de los socios pueda ser oponible frente a los restantes socios así como frente a la sociedad sobre la base del principio de relatividad de los contratos recogido en el art. 1257 del CC, a cuyo tenor «*los contratos solo producen efecto entre las partes que los otorgan y sus herederos*».

Ahora bien, el tema no es pacífico cuando se trata de pactos parasociales suscritos por todos los socios. En este sentido, aunque existen algunas teorías doctrinales cada vez más mayoritarias¹⁴ que pretenden otorgar eficacia frente a terceros (es decir, *erga omnes*) de aquellos pactos parasociales que hemos denominado «de organización»¹⁵, nosotros creemos junto con la doctrina más tradicional¹⁶ que estos pactos son inoponibles frente a terceros sobre la base del mencionado art. 1257 del CC.

14. ALONSO LEDESMA, C., *op. cit.*, pág. 857; PAZ-ARES, C. «El enforcement...», *op. cit.*, págs. 36 a 41; PÉREZ MILLÁN, *op. cit.*, pág. 393 y FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «El *enforcement* societario y registral de los pactos parasociales. La oponibilidad de lo pactado en protocolo familiar publicado», *Revista de Sociedades*, número 29, (2008), págs. 175 y siguientes.

Para estos autores, se puede aceptar la eficacia *erga omnes* y, por tanto, la oponibilidad frente a terceros e incluso frente a la propia sociedad de un pacto de parasocial firmado por todos los socios al coincidir, por un lado, subjetivamente las partes del pacto parasocial y los socios de la sociedad y, por otro, objetivamente los resultados buscados tanto desde la perspectiva del Derecho de obligaciones como del Derecho societario. Así, concluyen que la posibilidad de impugnar mediante los mecanismos ofrecidos por el Derecho de sociedades los acuerdos societarios adoptados en contra de lo acordado en un pacto parasocial.

15. Los «pactos de relación» no entrarían en juego en este caso, pues únicamente tienen por finalidad desplegar sus efectos entre los socios que hayan firmado el pacto y no frente a terceros.

Por su parte, los pactos que hemos denominado de «atribución» constituirían auténticas estipulaciones a favor de la sociedad, en definitiva, estipulaciones a favor de tercero tal y como las reconoce el segundo párrafo del art. 1257 del CC y que desplegarían todos sus efectos siendo exigibles en todo caso por la sociedad siempre que las hubiera aceptado antes de su posible revocación.

16. La doctrina tradicional, aún siendo contrario a la misma, la resume espléndidamente FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «El enforcement...», *op. cit.*, pág. 172.

En este mismo sentido, parecen manifestarse, en la mayoría de las ocasiones, las Sentencias del Tribunal Supremo y las Resoluciones de la Dirección General de los Registros y del Notariado. Así, por ejemplo, la Sentencia del Tribunal Supremo de 10 de diciembre de 2008 y la Sentencia del Tribunal Supremo de 6 de marzo de 2009 manifiestan claramente que la sola infracción de un pacto parasocial no basta, por sí sola, para la anulación de un acuerdo social.

Ahora bien, como indica FRASQUET GARCÍA «*no obstante lo anterior, aun acogiendo y reiterando la tesis de la doctrina clásica, algunas Sentencias y Resoluciones del Tribunal Supremo y de la Dirección General de los Registros y del Notariado han llegado a reconocer eficacia más allá de las partes firmantes a pactos parasociales <<de organización>> suscritos por todos los socios, si bien para ello han tenido que acudir (en ocasiones, de forma un tanto forzada) a figuras o instituciones jurídicas diversas: (i) la ficción de la existencia de una junta general universal (Sentencias del Tribunal Supremo de 26 de febrero de 1991 y 10 de febrero de 1992 –caso Munaka–); (ii) la doctrina del levantamiento del velo (Sentencia del Tribunal Supremo de 24 de septiembre de 1987 –caso Hotel Atlantis Playa–); o (iii) el abuso de derecho (RDGRN de 26 de octubre de 1989 –caso Promociones Keops–)*»¹⁷.

Todo ello no obstante, conviene ahora que analicemos el específico caso de la eficacia frente a terceros de los pactos parasociales (ya sea por una parte de los socios o por todos) sobre transmisión de acciones o participaciones. A este respecto, si atendemos al ya alegado principio de relatividad de los contratos, los acuerdos contenidos en el pacto parasocial sobre el régimen de transmisibilidad de las participaciones o acciones solo producirán efectos entre los firmantes de dicho pacto y no frente a terceros.

Ahora bien, a diferencia de los anteriores supuestos creemos que este caso es susceptible de matizaciones, pudiendo no llegar a ser de aplicación el art. 1257 del CC cuando el tercero hubiera tenido conocimiento del contenido del pacto parasocial. Es más, tratándose de una sociedad cotizada, los terceros pueden haber tenido conocimiento de dicho contenido ya que están sometidos a un régimen de publicidad obligatorio que luego veremos.

Pues bien en estos casos, si bien el conocimiento del pacto parasocial no puede conllevar *per se* una vinculación contractual o extracontractual automática bajo el pacto ni una pérdida de la buena fe del tercero, lo cierto es que atendiendo a las circunstancias concurrentes en cada caso concreto, el tercero puede llegar a ser considerado «cómplice» o «cooperador necesario» del incumplimiento del pacto parasocial, lo que podría amparar el ejercicio de acciones frente al tercero e, incluso, servir de base a una acción encaminada a anular la transmisión de las acciones o participaciones¹⁸.

17. FRASQUET GARCÍA, A., *op. cit.*, págs. 282 y 283.

18. FRASQUET GARCÍA, A., *op. cit.*, págs. 283 y 284.

3.4. La publicidad de los pactos parasociales

A. Régimen obligatorio de las sociedades cotizadas

La publicidad de los pactos parasociales en sociedades cotizadas se encuentra claramente reflejado en los arts. 530 a 535 de la LSC.

La obligación de publicar los pactos parasociales en sede de sociedades cotizadas tiene por objeto dar a conocer determinados pactos que puedan incidir por su contenido en la estructura de control de las sociedades cotizadas o en la liquidez de los valores¹⁹.

Ahora bien, conviene advertir desde el principio que esta normativa no se aplica a todos los pactos parasociales que se acuerden en sede de una sociedad cotizada. En efecto, de acuerdo con el art. 530 de la LSC solo se aplicará el régimen de publicidad que vamos a detallar a continuación a los siguientes pactos:

- (i) Aquellos pactos que incluyan la regulación del ejercicio del derecho de voto en las juntas generales o que restrinjan o condicionen la libre transmisibilidad de las acciones en las sociedades anónimas cotizadas.
- (ii) Aquellos pactos que con el mismo objeto que acabamos de indicar se refieran a obligaciones convertibles o canjeables emitidas por una sociedad anónima cotizada.

Así, la celebración, prórroga o modificación de este tipo de pactos parasociales habrá de ser comunicada con carácter inmediato a la propia sociedad y a la CNMV, debiendo acompañarse a la comunicación copia de las cláusulas del documento en el que conste, que afecten al derecho de voto o que restrinjan o condicionen la libre transmisibilidad de las acciones o de las obligaciones convertibles o canjeables (art. 531.1 de la LSC).

Una vez efectuada cualquiera de estas comunicaciones, el documento en el que conste el pacto parasocial deberá ser depositado en el Registro Mercantil en el que la sociedad esté inscrita (art. 531.2 de la LSC) y deberá publicarse como hecho relevante el mismo (art. 531.3 de la LSC).

Mientras que no se les dé publicidad, no producirán efecto alguno. Así lo señala el art. 533 de la LSC en cuya virtud *«en tanto no tengan lugar las comunicaciones, el depósito y la publicación como hecho relevante, el pacto parasocial no producirá efecto alguno en cuanto a las referidas materias»*.

Ahora bien, la LSC consciente de que la publicidad de un determinado pacto puede causar daños a la sociedad establece una dispensa temporal de publicar el pacto en su art. 535 a cuyo tenor *«cuando la publicidad pueda ocasionar un grave daño a la sociedad, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a solicitud de los*

19. LEÓN SANZ, F.J., «La publicación de los pactos parasociales por las sociedades cotizadas» en la obra colectiva *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas*, dirigido por F. RODRÍGUEZ ARTIGAS, A. ALONSO UREBA, L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L. VELASCO SAN PEDRO, J. QUIJANO GONZÁLEZ y G. ESTEBAN VELASCO, tomo II, Thomson-Aranzadi (Cizur Menor, 2006), págs. 1.169 y siguientes.

interesados, podrá acordar, mediante resolución motivada, que no se dé publicidad alguna a un pacto parasocial que le haya sido comunicado, o a parte de él, y dispensar de la comunicación de dicho pacto a la propia sociedad, del depósito en el Registro Mercantil del documento en que conste y de la publicación como hecho relevante, determinando el tiempo en que puede mantenerse en secreto entre los interesados».

B. Régimen potestativo en sociedades no cotizadas: breve referencia a la publicidad de los protocolos familiares

Por lo que respecta a sociedades no cotizadas, se ha de partir de la idea de que no existe obligación alguna de publicar los acuerdos de socios. Ahora bien, ya sabemos que de acuerdo con el art. 29 de la LSC «*los pactos que se mantengan reservados entre los socios no serán oponibles a la sociedad*».

Mención especial merecen los protocolos familiares, que no son sino una modalidad de pacto parasocial cuyo régimen de publicidad se encuentra recogido en el RD 171/2007 y que se caracteriza por una nota fundamental, a saber, el carácter plenamente voluntario de la publicación de los mismos.

De acuerdo con el art. 2 del RD 171/2007 «*se entiende por protocolo familiar aquel conjunto de pactos suscritos por los socios entre sí o con terceros con los que guardan vínculos familiares que afectan una sociedad no cotizada, en la que tengan un interés común en orden a lograr un modelo de comunicación y consenso en la toma de decisiones para regular las relaciones entre familia, propiedad y empresa que afectan a la entidad*».

A los efectos de su publicidad los protocolos familiares pueden ser de tres clases:

- (i) Protocolos familiares secretos o reservados: son aquellos exclusivamente conocidos por los socios que los suscriben y, por ende, carecen de publicidad registral.
- (ii) Protocolos familiares con pactos parasociales familiares: son aquellos convenidos y suscritos por los socios que tienen por finalidad regular determinados aspectos societarios privados familiares y que pueden ser objeto de publicidad registral.
- (iii) Protocolos familiares inscribibles: son aquellos suscritos por los fundadores de la sociedad en el momento de su constitución, o en un momento posterior pero siempre por unanimidad de todos los socios implicados, que son inscribibles en el Registro Mercantil por afectar a la estructura de la sociedad y que surten efectos frente a terceros.

El RD 171/2007 distingue distintos niveles de publicidad de pactos parasociales:

- (i) Publicidad de carácter privado: así, se puede publicar el protocolo familiar en la página web de la sociedad, con la única limitación de que el sitio o dominio web en que se publique debe ser el que conste en la hoja de la sociedad abierta en el Registro Mercantil.
- (ii) Publicidad por noticia: se trata de hacer constar en la hoja abierta a la sociedad la simple existencia de un protocolo familiar, pero no su contenido. Este

protocolo debe ser identificado y, si constare en escritura pública, se indicará el Notario, lugar, fecha y número de protocolo. También se indicará en el asiento si el protocolo es accesible en la web de la sociedad.

- (iii) Publicidad por depósito: al depositar las cuentas anuales, el órgano de administración puede incluir, como documento a depositar, una copia o testimonio total o parcial del documento público en que conste el protocolo.
- (iv) Publicidad por inscripción: en este caso se trata de acuerdos sociales inscribibles cuya única especialidad es que los mismos se han adoptado en ejecución de un protocolo familiar. En este caso la publicidad del protocolo familiar tendrá carácter material y eficacia frente a terceros puesto que sus cláusulas habrán sido objeto de inscripción en el Registro Mercantil.

3.5. Contenido típico del acuerdo de socios

A. Introducción

El contrato de socios en el contexto de una operación de compraventa de empresa es un contrato atípico. Por ello, el clausulado del mismo depende de cada caso concreto y de las vueltas que se le quiera dar al amparo del art. 1255 del CC²⁰. Sin embargo, influenciados por la práctica anglosajona, se han ido configurando en España a lo largo de los años una serie de cláusulas estándar que se repiten en mayor o menor medida en todos los contratos de socios y que, sin perjuicio de su estudio detallado a continuación, giran sobre los siguientes ejes: (i) los compromisos de inversión y aportación de fondos; (ii) el gobierno y la administración de la sociedad; (iii) las limitaciones a la transmisibilidad de las acciones o participaciones de la sociedad; (iv) las retribuciones; (v) la desinversión; (vi) la extinción del contrato y (vii) otras cláusulas variadas.

Por otra parte, se ha de tener presente que, muchas veces, el contrato de socios se entrelaza con los estatutos sociales. Por ello, conviene advertir desde el principio que algunas de las cláusulas que analizaremos podrán ser incluidas tanto en el contrato de socios como en los estatutos sociales.

De hecho, es habitual incluir en el pacto parasocial una obligación general de las partes de amoldar los estatutos sociales a los acuerdos adoptados en el mismo, así como un reconocimiento expreso de que en caso de discrepancia prevalecerán las cláusulas del contrato de socios sobre las cláusulas de los estatutos sociales.

Ahora bien, es cierto que algunas cláusulas solo podrán ser incluidas en el contrato de socios ya que de ser incluidas en los estatutos sociales, estas no serán aceptadas por el Registrador Mercantil quien las calificará negativamente por no respetar los principios del tipo societario del que se trate (fundamentalmente, sociedad anónima o sociedad de responsabilidad limitada).

20. En nuestra opinión, quienes mejor han abordado su contenido, dada su visión práctica, son, por un lado, PAYÁ PUJADÓ, A. y MARTÍNEZ MAROTO, F.J., «El sistema contractual», en la obra colectiva *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España: entidades y operaciones*, Marcial Pons (Madrid, 2006), págs. 202 a 230 y, por otro, FRASQUET GARCÍA, A., *op. cit.*, págs. 286 y siguientes.

B. Los compromisos de inversión y aportación de fondos

Los compromisos de inversión y aportación de fondos pueden ser regulados bien en un documento contractual aparte (generalmente denominado *investment agreement* o *equity contribution agreement*) o bien dentro del propio acuerdo de socios.

Tienen por objetos más usuales (i) regular detalladamente supuestos de *joint venture* societaria, es decir, con constitución de un vehículo societario para el desarrollo del negocio conjunto y (ii) regular supuestos de entrada de un nuevo inversor en el capital social de una sociedad existente, que es el caso que más nos interesa a efectos de este trabajo.

Pues bien, lo cierto es que los pactos que se puedan contener en el contrato de socios referentes a la inversión y aportación de fondos no presentan grandes dificultades. No obstante, a la hora de configurar los mismos es conveniente tener presente las siguientes cuestiones:

- (i) El negocio jurídico mediante el cual se va a llevar a cabo la inversión, siendo las modalidades más frecuentes la compraventa, la permuta, el aumento de capital, el préstamo simple y el préstamo participativo.
- (ii) El tipo de aportaciones a realizar en la sociedad, ya sea aportación dineraria o no dineraria (y dentro de esta, diferenciando sus modalidades de aportación de derechos de crédito, aportación de empresa, etc.).
- (iii) La valoración de las aportaciones no dinerarias, verificando si es necesario o no el informe de expertos independientes para la misma.
- (iv) La valoración de la sociedad en la que se aportan los fondos a efectos de determinar el porcentaje de capital que reciben los nuevos socios a cambio de sus aportaciones.
- (v) La distribución del importe aportado entre capital y prima de emisión o asunción, en caso de que la aportación se lleve a cabo mediante una ampliación de capital. En este sentido, y si bien la prima es un mecanismo antidilución, lo cierto es que en el contexto de una operación de adquisición empresa es bastante frecuente utilizar la misma para otra finalidad, a saber, fortalecer los fondos propios de manera que por cada euro destinado a capital se destinen tres o cuatro euros a prima pues con ello se hace más difícil que la sociedad pueda entrar en causa de reducción de capital obligatoria o de disolución obligatoria²¹.
- (vi) Los procedimientos previstos para la exclusión de los derechos de preferencia (ya sea suscripción o asunción preferente) en el supuesto de que se lleven a cabo aumentos de capital.

21. En efecto, no debemos olvidar que de acuerdo con el art. 327 de la LSC «*en la sociedad anónima, la reducción del capital tendrá carácter obligatorio cuando las pérdidas hayan disminuido su patrimonio neto por debajo de las dos terceras partes de la cifra del capital y hubiere transcurrido un ejercicio social sin haberse recuperado el patrimonio neto*».

Asimismo, tanto la sociedad anónima como la sociedad limitada deberán disolverse por pérdidas que dejen reducido el patrimonio neto a una cantidad inferior a la mitad del capital social, a no ser que este se aumente o se reduzca en la medida suficiente, y siempre que no sea procedente solicitar la declaración de concurso (art. 363.1 e) de la LSC).

- (vii) Los procedimientos previstos para el ejercicio de derechos de adquisición preferente en caso de transmisión (por compra o permuta) de las acciones o participaciones (salvo previa renuncia o inexistencia de esos derechos).
- (viii) El destino de la inversión.
- (ix) El otorgamiento de manifestaciones y garantías y la regulación del régimen de responsabilidad derivado del incumplimiento de estas para los supuestos de entrada de un nuevo socio en la sociedad operativa existente. Si esta responsabilidad fuera asumida por la propia sociedad²², y a fin de evitar que el nuevo socio tenga que responder por el incumplimiento de las manifestaciones y garantías en proporción a su participación social, es habitual acordar un *gross-up* o incremento de la indemnización exigible por el daño sufrido en igual proporción²³.

C. El gobierno y la administración de la sociedad

a) Introducción

Como consecuencia de la operación de compraventa de empresa, la estructura accionarial de la sociedad de referencia (bien la Sociedad *Target*, bien *Newco*) se verá profundamente alterada dando lugar, en muchos, casos a una multiplicidad de socios, a saber: la entidad de capital riesgo (o, en su caso, el inversor industrial), los co-inversores, los directivos y los vendedores que hayan decidido reinvertir.

Pues bien, la coexistencia de estos socios a la hora de enfrentarse al gobierno y la administración de la sociedad deberán regularse, en la medida de lo posible, tanto en el contrato de socios como en los estatutos sociales.

En dicha regulación se deberá tener presente sobre todo aquello que afecte a la estructura, composición, régimen de funcionamiento y adopción de acuerdos de la junta, del órgano de administración y del equipo de dirección de la sociedad.

b) La junta general

La junta general es el órgano soberano de la sociedad al que corresponde, fundamentalmente, la designación y destitución del órgano de administración, su control, la aprobación de las cuentas anuales de la sociedad, la modificación de los estatutos, la compra, enajenación o aportación a otra sociedad de activos esenciales y las grandes operaciones societarias (i.e. fusión, escisión, transformación, disolución y liquidación).

22. El hecho de que sea la propia sociedad quien asuma la responsabilidad solo sería posible en el supuesto de que el nuevo socio adquiriera tal condición a través de bien una compra de las acciones o participaciones a la propia sociedad (comprando su autocartera) o bien mediante una ampliación de capital con una nueva emisión de acciones o creación de participaciones. Si, por el contrario, el nuevo socio adquiriera tal condición a través de una compra de acciones o participaciones a otros socios, la asunción de responsabilidad por parte de la sociedad podría implicar vulnerar la prohibición de asistencia financiera recogida en los arts. 143.2 de la LSC (para la sociedad limitada) y 150 de la LSC (para la sociedad anónima).

23. FRASQUET GARCÍA, A., *op. cit.*, pág. 288.

La junta decide o acuerda por mayoría de votos. Por ello, en aquellas operaciones en las que el inversor financiero adquiera un paquete mayoritario que le permita controlar con sus votos los acuerdos de la junta, este no necesitará fijar regulaciones específicas ni en los estatutos sociales ni en el contrato de socios.

Ahora bien, si el inversor financiero no adquiere una participación mayoritaria, o si existiera otro minoritario que pudiera ser clave en algún otro factor de la operación (por ejemplo, un directivo vital para el desarrollo del negocio), estos buscarán a toda costa que se incorporen tanto a los estatutos sociales como al contrato de socios determinados mecanismos que les permitan ejercer un derecho de veto (o al menos que obliguen a un elevado grado de acuerdo) sobre las materias de mayor relevancia sobre las que emite su parecer la junta.

Las medidas más habituales consisten en fijar *quora* y mayorías reforzadas o pactar sindicatos de voto.

(i) *Quora* reforzados.

Mediante la fijación de *quora* reforzados, el socio minoritario busca garantizar su presencia en la junta general. Así, se articulará de tal manera que será necesaria su asistencia para que la junta pueda quedar válidamente constituida.

En cualquier caso, en este punto conviene distinguir el régimen de *quora* fijado legalmente para sociedades anónimas y sociedades de responsabilidad limitada en los supuestos en los que no se prevea nada en contrario en los estatutos.

Así, en sociedades anónimas, salvo que estatutariamente se prevea otra cosa, la junta general quedará válidamente constituida en primera convocatoria cuando los accionistas presentes o representados posean, al menos, el 25% del capital suscrito con derecho de voto (art. 193.1 de la LSC).

En segunda convocatoria, será válida la constitución de la junta cualquiera que sea el capital concurrente a la misma, salvo que los estatutos fijen un quórum determinado, el cual, necesariamente, habrá de ser inferior al que aquellos hayan establecido o exija la Ley para la primera convocatoria (art. 193.2 de la LSC).

Ahora bien, para que la junta general ordinaria o extraordinaria pueda acordar válidamente el aumento o la reducción del capital y cualquier otra modificación de los estatutos sociales, la emisión de obligaciones, la supresión o la limitación del derecho de adquisición preferente de nuevas acciones, así como la transformación, la fusión, la escisión o la cesión global de activo y pasivo y el traslado de domicilio al extranjero, será necesaria, en primera convocatoria, la concurrencia de accionistas presentes o representados que posean, al menos, el 50% del capital suscrito con derecho de voto (art. 194.1 de la LSC).

En estos supuestos, en segunda convocatoria será suficiente la concurrencia del 25% de dicho capital (art. 194.2 de la LSC).

Por lo que respecta a las sociedades de responsabilidad limitada, la LSC no establece un requisito de quórum, sino de un porcentaje mínimo de voto a favor de los acuerdos referido al total capital social.

Tampoco se prevé para la sociedad limitada la existencia de primera y segunda convocatoria con requisitos de constitución o votación distintos en una y otra.

Con ello, se fija indirectamente un mínimo de concurrencia a la junta general para que pueda adoptar acuerdos.

Así, en el art. 198 de la LSC se fija la mayoría ordinaria para adoptar acuerdos societarios indicando que *«en la sociedad de responsabilidad limitada los acuerdos sociales se adoptarán por mayoría de los votos válidamente emitidos, siempre que representen al menos un tercio de los votos correspondientes a las participaciones sociales en que se divida el capital social. No se computarán los votos en blanco»*.

Y en el art. 199 de la LSC se establece la mayoría legal reforzada para determinados asuntos al señalar que por excepción a lo dispuesto en el mencionado art. 198 de la LSC:

- a) El aumento o la reducción del capital y cualquier otra modificación de los estatutos sociales requerirán el voto favorable de más de la mitad de los votos correspondientes a las participaciones en que se divida el capital social.
- b) La autorización a los administradores para que se dediquen, por cuenta propia o ajena, al mismo, análogo o complementario género de actividad que constituya el objeto social; la supresión o la limitación del derecho de preferencia en los aumentos del capital; la transformación, la fusión, la escisión, la cesión global de activo y pasivo y el traslado del domicilio al extranjero, y la exclusión de socios requerirán el voto favorable de, al menos, dos tercios de los votos correspondientes a las participaciones en que se divida el capital social.

(ii) Mayorías reforzadas.

Ya hemos señalado que en nuestro Derecho societario los acuerdos de la junta general se rigen por el principio mayoritario.

Así, en la LSC se prevé claramente en el art. 159.1 que *«los socios, reunidos en junta general, decidirán por la mayoría legal o estatutariamente establecida, en los asuntos propios de la competencia de la junta»*.

En este sentido se manifiesta el art. 201.1 de la LSC para la sociedad anónima, a cuyo tenor *«en las sociedades anónimas, los acuerdos sociales se adoptarán por mayoría simple de los votos de los accionistas presentes o representados en la junta, entendiéndose adoptado un acuerdo cuando obtenga más votos a favor que en contra del capital presente o representado»*.

Ahora bien, para la adopción de los acuerdos a que se refiere el artículo 194, si el capital presente o representado supera el 50% bastará con que el acuerdo se adopte por mayoría absoluta. Sin embargo, se requerirá el voto favorable de los dos tercios del capital presente o representado en la junta cuando en segunda convocatoria concurren accionistas que representen el 25% o más del capital suscrito con derecho de voto sin alcanzar el 50% (art. 201.2 de la LSC).

Para la sociedad limitada ya hemos visto que son de aplicación las mayorías señaladas en los arts. 198 y 199 de la LSC y que dependen del tipo de acuerdos, a saber: (i) la mayoría de los votos válidamente emitidos, siempre que representen al menos un tercio de los votos correspondientes a las participaciones sociales en que se divida el capital social con carácter general; (ii) el voto favorable de más de la mitad de los votos correspondientes a las participaciones en que se divida el capital social para el aumento o la reducción del capital y cualquier otra modificación de los estatutos sociales; y (iii) el voto favorable de, al menos, dos tercios de los votos correspondientes a las participaciones en que se divida el capital social para la autorización a los administradores para que se dediquen, por cuenta propia o ajena, al mismo, análogo o complementario género de actividad que constituya el objeto social, la supresión o la limitación del derecho de preferencia en los aumentos del capital, la transformación, la fusión, la escisión, la cesión global de activo y pasivo, el traslado del domicilio al extranjero y la exclusión de socios.

Ahora bien, de acuerdo con el art. 200 de la LSC para las sociedades limitadas y el art. 201.3 de la LSC para sociedades anónimas, estas mayorías pueden verse reforzadas en estatutos para todos o algunos de los acuerdos, con los siguientes límites:

- a) No es posible exigir la unanimidad. Ahora bien, es cierto que esta prohibición se puede esquivar fijando porcentajes que, según la distribución accionarial de la sociedad, obligan indirectamente a que todos los socios participen en dicho acuerdo²⁴, pudiendo generarse de esta forma derechos de veto a favor de los socios minoritarios.
- b) No es posible condicionar o subordinar los acuerdos al consentimiento de uno o varios socios, pues se estaría vulnerando tanto el principio mayoritario como el art. 1256 del CC en virtud del cual «*la validez y el cumplimiento de los contratos no pueden dejarse al arbitrio de uno de los contratantes*».

Las materias sobre las que habitualmente se fijan *quora* y mayorías reforzadas en el contrato de socios son las siguientes:

- a) El aumento y la reducción del capital social; la supresión del derecho de asunción/suscripción preferente en los aumentos del capital social; la incorporación de nuevos socios/accionistas a la sociedad; y la exclusión de socios.
- b) La concesión de opciones sobre acciones/participaciones, la creación o modificación de clases o series especiales de acciones o participaciones.

24. Por ejemplo, si la sociedad tiene dos socios, uno con un 80% de la misma y otro con un 20%, si pactan en los estatutos que los acuerdos deben adoptarse por el 81% del capital, la cláusula estatutaria será válida y aceptada por el Registrador Mercantil, pues formalmente no exige la unanimidad. Sin embargo, dada la composición accionarial a nadie se le escapa que indirectamente se está exigiendo la unanimidad, debiendo tenerse presente, por ende, que esta técnica podría considerarse un fraude de ley.

- c) La emisión de obligaciones, *warrants* u otros valores, así como la celebración de préstamos u otra forma de financiación que lleven aparejado el derecho de compra o suscripción o asunción de, o conversión en, acciones o participaciones de la sociedad.
- d) La transformación, fusión, escisión, reactivación, disolución y liquidación de la sociedad.
- e) Cualquier modificación estatutaria que implique nuevas obligaciones para los socios o afecten a sus derechos individuales. En particular, la creación y modificación de prestaciones accesorias a favor de alguno de los socios.
- f) La modificación del objeto social así como el cambio sustancial en la actividad desarrollada por la sociedad.
- g) La realización de cualquier acto que exceda del objeto social de la sociedad.
- h) La modificación de la estructura del órgano de administración y del número de sus miembros.
- i) La retribución de los consejeros y, en su caso, cualquier cambio en la misma.
- j) La autorización a los consejeros de la sociedad para dedicarse por cuenta propia o ajena al mismo, análogo o complementario género de actividad que constituya el objeto social de la sociedad.
- k) La distribución de dividendos por encima o por debajo del mínimo previsto, en su caso, en los estatutos sociales.
- l) El nombramiento, renovación o revocación de los auditores de cuentas de la sociedad.
- m) La política de autocartera, la enajenación o amortización de participaciones propias.
- n) La adquisición, la enajenación o la aportación a otra sociedad de activos esenciales.
- o) La modificación del plazo de duración de la sociedad.
- p) La revocación, suspensión o modificación de cualquier acuerdo para el que se requiera mayoría reforzada.
- q) La ratificación y/o aprobación de acuerdos del órgano de administración que estén también sometidos a mayorías reforzadas en el seno del mismo.
- r) La aprobación de cualquier otra decisión que suponga una modificación sustancial de la estructura económica, social o financiera de la sociedad.

(iii) Sindicatos de voto.

Podemos definir el sindicato de voto, con VICENT CHULIÀ, como un «*contrato en virtud del cual los socios o miembros de una agrupación voluntaria de personas se obligan, entre sí o frente a terceros, a votar en los órganos de esta, por sí o a través de un representante, en el sentido decidido (general-*

mente) por la mayoría de quienes forman el sindicato, garantizando así que este exprese siempre un voto unitario, con el fin de mantener cohesionada en el seno de aquellos órganos bien una mayoría o bien una minoría de capital o de personas»²⁵.

En sentido similar se pronuncia GALEOTE MUÑOZ²⁶ al conceptuarlo como «aquel sindicato de acciones por el que los accionistas titulares de las acciones sindicadas se comprometen entre sí o frente a terceros, a votar en los órganos de la sociedad emisora en un determinado sentido, decidido por la mayoría del sindicato y ejerciendo el voto por sí mismos o a través de un representante, elegido mayoritariamente por el sindicato, quien le habrá otorgado legitimidad para ello»²⁷.

Los sindicatos de voto pueden tener varias finalidades. Entre ellas podemos destacar las siguientes:

- a) La vinculación del derecho de voto de los socios que lo integran a una disciplina unitaria.
- b) El reforzamiento de la posición política del sindicato de socios, bien manteniendo el control de aquella (sindicato de mando), bien protegiendo los intereses de un grupo de socios minoritario.

Al igual que cualquier otro pacto extraestatutario, serán en principio lícitos siempre que no sean contrarios a la ley, la moral o el orden público (art. 1255 del CC), si bien su eficacia será meramente interna, no pudiendo oponerse frente a la sociedad ni frente a terceros.

Por otra parte, es importante destacar que últimamente se viene admitiendo la «venta del voto», es decir, se pacta emitir el voto sobre determinadas materias en un sentido prefijado (o al menos abstenerse en la votación) recibiendo a cambio ciertas ventajas económicas o patrimoniales. Sin embargo, habrá que ser muy cautelosos a la hora de articular este tipo de pactos pues los acuerdos sociales resultantes de los mismos podrán ser impugnados si resultan ser contrarios al interés social en beneficio de uno o varios socios o de terceros (art. 204.1 de la LSC).

El principal problema que plantea un sindicato de voto es el de su instrumentación, debido a que la mayoría de las veces no será posible su incorporación a los estatutos sociales.

Las alternativas que ha propuesto la doctrina son las siguientes:

- a) El simple acuerdo: los socios integrantes del sindicato articulan el pacto en el contrato de socios y se comprometen a ejercitar su voto de manera unitaria a favor de quien establezca el acuerdo.

25. VICENT CHULIÀ, F., «Licitud, eficacia y organización de los sindicatos de voto», en *Introducción al Derecho Mercantil*, vol. I, 22ª edic. ampliada, Tirant lo Blanch (Valencia, 2010), pág. 1204.

26. GALEOTE MUÑOZ, M.P., *Sindicatos de voto. El control de una sociedad conjunta*, Tirant lo Blanch (Valencia, 2008), pág. 175.

27. Véase también MAMBRILLA RIVERA, V., «Caracterización jurídica de los convenios de voto entre accionistas», *RDM*, número 181-182, (1986), págs. 301 y siguientes.

- b) Apoderamiento a un síndico: en este caso, al pacto de sindicación se le acompañaría el apoderamiento al síndico –o persona que el sindicato designase– para que, en representación formal de los socios, emitiese el voto unitariamente en el sentido acordado.

Los principales problemas que esta fórmula puede plantear son: (i) el carácter revocable del apoderamiento y (ii) la necesidad de que la representación del socio en junta se otorgue con carácter especial para cada una de ellas.

- c) Constitución de fiducias, usufructos o copropiedades sobre las acciones o participaciones, atribuyendo a una persona concreta la representación a la hora de votar: a este respecto conviene advertir que estos mecanismos no fueron creados con el objetivo final que aquí se pretende, por lo que no suelen ser utilizados en la práctica.
- d) Constitución de una sociedad tenedora (*holding*) de acciones o participaciones: los socios aportarían sus acciones o participaciones a una sociedad de nueva constitución que tendría por objeto canalizar el voto en la sociedad que se pretende gestionar.
- e) Constitución de prenda: según la doctrina mayoritaria es la alternativa más recomendable.

Se articula mediante (i) la pignoración de las acciones o participaciones sindicadas en garantía de las obligaciones asumidas por los socios sindicados en el pacto de sindicación y (ii) la atribución en estatutos sociales del derecho de voto a favor del acreedor pignoraticio de acuerdo con lo establecido en el art. 132 de la LSC.

Además, desde una perspectiva fiscal es la alternativa más eficiente, pues no implica cesión de derecho económico alguna sobre las acciones o participaciones al síndico o sindicato, permaneciendo el valor económico de las mismas en manos de los socios partícipes del sindicato.

(iv) Otros acuerdos.

Otros pactos, menos frecuentes en la práctica, que se pueden articular en los acuerdos de socios en el contexto de este tipo de operaciones tendentes a estructurar los equilibrios de poder entre los distintos grupos de socios son los siguientes:

- a) Tratándose de sociedades anónimas se pueden introducir limitaciones estatutarias de los derechos de asistencia y de voto.

En efecto, señala el art. 179.2 de la LSC que «*en las sociedades anónimas los estatutos podrán exigir, respecto de todas las acciones, cualquiera que sea su clase o serie, la posesión de un número mínimo para asistir a la junta general sin que, en ningún caso, el número exigido pueda ser superior al uno por mil del capital social*».

Asimismo, el art. 188.3 de la LSC indica que «*en la sociedad anónima, los estatutos podrán fijar con carácter general el número máximo de votos que pueden emitir un mismo accionista, las sociedades pertenecientes a un mismo grupo o quienes actúen de forma concertada con*

los anteriores, sin perjuicio de la aplicación a las sociedades cotizadas de lo establecido en el artículo 527».

Ahora bien, como indica el propio art. 188.3 en sede de sociedades cotizadas las normas difieren. Así, señala el art. 527 de la LSC según la reciente redacción dada por la Ley 1/2012, de 22 de junio, de simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital que *«en las sociedades anónimas cotizadas las cláusulas estatutarias que, directa o indirectamente, fijen con carácter general el número máximo de votos que pueden emitir un mismo accionista, las sociedades pertenecientes a un mismo grupo o quienes actúen de forma concertada con los anteriores, quedarán sin efecto cuando tras una oferta pública de adquisición, el oferente haya alcanzado un porcentaje igual o superior al 70% del capital que confiera derechos de voto, salvo que dicho oferente no estuviera sujeto a medidas de neutralización equivalentes o no las hubiera adoptado».*

Por el contrario, la LSC para las sociedades de responsabilidad limitada no permite estos mecanismos. Sin embargo, se pueden conseguir los mismos efectos configurando participaciones con voto múltiple al amparo de lo dispuesto en el art. 188.1 de la LSC a cuyo tenor *«salvo disposición contraria de los estatutos, cada participación social concede a su titular el derecho a emitir un voto».*

- b) Se puede fijar un voto de calidad de alguno de los socios para acabar con los empates en sede de la junta. Nótese, eso sí, que esta posibilidad solo se podría incluir en los estatutos de una sociedad de responsabilidad limitada, pero nunca en los de una sociedad anónima.

c) El órgano de administración

La junta general es por su propia naturaleza un órgano cambiante (en la medida en que las acciones y participaciones se transmitan), no permanente (solo se reúne esporádicamente) y, por tanto, no idóneo para administrar y controlar la gestión de la empresa.

Por ello, nuestra normativa societaria exige que además de la junta exista un órgano de administración, con el objeto de administrar el patrimonio de la sociedad y determinar la política empresarial que esta ha de seguir en el día a día²⁸.

Además, corresponden al órgano de administración las funciones de relación de la sociedad con terceras personas, pues a él se confiere la representación de la so-

28. Vid. ALONSO UREBA, A. y RONCERO SÁNCHEZ, A., «Sistemas de elección de los consejeros: Comité de nombramiento», *El gobierno de las sociedades cotizadas*, coordinado por G. ESTEBAN VELASCO, Marcial Pons (Madrid, 1999), págs. 213 a 244; ALONSO UREBA, A., «Hacia un modelo monista revisado de administración de la SA cotizada como opción al modelo dualista», *La modernización del Derecho de sociedades de capital en España. Cuestiones pendientes de reforma*, Tomo I, Aranzadi (Cizur Menor, 2011), págs. 567 a 640; y URÍA, R., MENÉNDEZ, A. y GARCÍA DE ENTERRÍA, J., «La sociedad anónima: órganos sociales. Los administradores», *Curso de Derecho Mercantil I*, coordinada por R. URÍA y A. MENÉNDEZ, Thompson Civitas (Cizur Menor, 2006), págs. 957 y siguientes.

ciudad en toda circunstancia y las facultades de administración, delimitadas por el objeto social contenido en los estatutos.

Este órgano puede estar constituido por un consejo o por uno o varios administradores individuales en función de las necesidades de la sociedad y de sus socios.

Ahora bien, conviene tener presente que mientras que los administradores únicos y solidarios pueden plantear un problema de exceso de poder y los administradores mancomunados un problema de falta de agilidad, los consejos de administración configurados como un órgano colegiado presentan importantes ventajas, a saber: (i) el concurso de diferentes personas con experiencias y preparaciones diversas, (ii) la responsabilidad solidaria de los consejeros supone una mayor garantía, (iii) la posibilidad de juntar consejeros ejecutivos internos y externos, dominicales (que representen los intereses de los distintos grupos de socios) e independientes, y (iv) permitir la armonización de intereses de los socios en el órgano de administración.

Por ello, la mayoría de las sociedades participadas por *private equities* como consecuencia de adquisiciones de empresas (especialmente a través de *leveraged buyouts* o LBOs) están administradas por un consejo de administración.

Al igual que en la junta, en nuestro Derecho societario los acuerdos o decisiones del órgano de administración se rigen por el principio mayoritario²⁹. Por ello, en aquellas operaciones en las que el inversor financiero adquiera un paquete mayoritario que le permita nombrar al órgano de administración (o a la mayoría de sus miembros en caso de un consejo de administración), este no necesitará fijar regulaciones específicas ni en los estatutos sociales ni en el contrato de socios.

Ahora bien, como ya pasaba a nivel de junta, si el inversor financiero no adquiere una participación mayoritaria, o si existiera otro minoritario que pudiera ser clave en algún otro factor de la operación, estos buscarán a toda costa que se incorporen tanto a los estatutos sociales como al contrato de socios determinados mecanismos que les permitan ejercer un derecho de veto (o al menos que obliguen a un elevado grado de acuerdo) sobre las materias de mayor relevancia sobre las que emite su parecer el órgano de administración. De este modo, buscarán pactar las medidas que tratamos a continuación.

(i) Composición del consejo de administración.

En primer lugar, se fijará el número de miembros de los que deberá estar compuesto el consejo de administración.

A este respecto, conviene tener presente que si bien la LSC no fija para la sociedad anónima un límite al número de consejeros, para la sociedad limitada, por el contrario se regula un límite máximo de doce miembros (art. 242.2 de la LSC).

Asimismo, se pactará el número de consejeros que podrá nombrar cada socio. A estos efectos, conviene recordar que en las sociedades anónimas la LSC permite la posibilidad de la representación proporcional en su art.

29. Véanse los arts. 245.1 y 248 de la LSC que establecen dicho principio en las votaciones del consejo de administración.

243 al señalar que las acciones que voluntariamente se agrupen, hasta constituir una cifra del capital social igual o superior a la que resulte de dividir este último por el número de componentes del consejo, tendrán derecho a designar los que, superando fracciones enteras, se deduzcan de la correspondiente proporción. Eso sí, en el caso de que se haga uso de esta facultad, las acciones así agrupadas no intervendrán en la votación de los restantes componentes del consejo.

En una sociedad de responsabilidad limitada, para conseguir el mismo fin, estatutariamente (y pactándolo en el contrato de socios), se podría asignar a determinadas participaciones, de forma sucesiva, un voto plural para el nombramiento de los consejeros vinculados a cada grupo de socios. Ahora bien, se ha de tener presente que la validez de este tipo de cláusulas no está exenta aún de dudas e interrogantes doctrinales pues el art. 191 del RRM no permite utilizar el sistema de representación proporcional a las sociedades limitadas³⁰.

Por otra parte, puede ser recomendable incluir dentro del consejo a independientes cuyo perfil responda a personas de prestigio profesional, desvinculadas del equipo ejecutivo y de los socios significativos y que ayuden a la adecuada gestión de la sociedad.

Mención aparte merecen las sociedades cotizadas, en las que de acuerdo con el art. 529 bis de la LSC, por un lado, deberán ser administradas por un consejo de administración; y por otro, dicho consejo deberá velar por que los procedimientos de selección de sus miembros favorezcan la diversidad de género, de experiencias y de conocimientos y no adolezcan de sesgos implícitos que puedan implicar discriminación alguna y, en particular, que faciliten la selección de consejeras.

En cualquier caso, y al margen de cuál sea la configuración final del consejo de administración, los consejeros no deben perder de vista dos cuestiones de vital importancia:

- a) Los consejeros, una vez nombrados y con independencia de qué socio o grupo de socios haya facilitado su nombramiento, deben velar única y exclusivamente por el interés social y no por el de los socios individualmente considerados. En efecto, desde el momento en que devienen consejeros se encuentran sometidos a los deberes de diligencia, de protección de la discrecionalidad empresarial, de lealtad (incluyendo las obligaciones básicas implícitas de dicho deber) y el deber de evitar situaciones de conflicto de interés (arts. 225 y siguientes de la LSC).

30. No obstante, la Sentencia del Tribunal Supremo de 6 de marzo de 2009 considera este artículo ilegal y permite el nombramiento por representación proporcional en sociedades limitadas si así se prevé en estatutos. Sin embargo, la LSC es posterior a esta sentencia que se dictó cuando estaba vigente la antigua Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada. El legislador de la LSC, conociendo esta sentencia, sin embargo, no ha cambiado la redacción del art. 191 del RRM ni ha hecho pronunciamiento alguno al respecto al regular el consejo de administración en el propio articulado de la LSC. Por ello, es una cuestión que queda abierta, si bien es cierto que parece que los registradores van a ser conservadores y van a seguir sin admitir que la representación proporcional se aplique en sociedades limitadas.

- b) En el caso de que los consejeros incumplan alguno de estos deberes que la ley les impone, se pondrá en marcha el sistema de responsabilidad de administradores³¹ previsto en los arts. 236 y siguientes de la LSC, en virtud del cual los consejeros responden del daño causado (i) frente a la propia sociedad, los accionistas y los acreedores; (ii) solidariamente entre sí (exceptuando aquellos que se hubieran opuesto al acuerdo lesivo o desconocían su existencia); (iii) sin limitación cuantitativa alguna; y (iv) incluso en el caso de que la junta hubiera autorizado o ratificado su actuación.
- (ii) Asignación de cargos dentro del consejo.
- También es práctica común pactar el nombramiento tanto del presidente como del secretario del consejo de administración. Lo normal es no permitir que estos cargos sean nombrados por el mismo socio, buscando, así, fijar contrapesos que equilibren la facultad de visar y certificar los acuerdos sociales, pactándose en ocasiones también la alternancia de esos puestos entre miembros del consejo nombrados por los distintos grupos de socios.
- Igualmente, es habitual incluir los cargos de vicepresidente y vicesecretario. Esta posibilidad permite reforzar los contrapesos entre los distintos grupos de socios y además agiliza la elevación a público de los acuerdos sociales en caso de que no pudiera estar presente el presidente y/o el secretario.
- También se regula, normalmente, el modo de decidir quién ocupará el cargo de primer ejecutivo, el nombramiento del o los consejeros delegados (que, en caso de ser varios, podrán ser solidarios o mancomunados), o de las comisiones ejecutivas.
- (iii) *Quora* y mayorías reforzadas.
- Al igual que ocurría en junta, se incorporarán al contrato de socios y, en la medida de lo posible, a los estatutos *quora* y mayorías reforzadas, sobre determinadas materias de especial relevancia entre las que podemos destacar sin carácter exhaustivo las siguientes:
- a) El nombramiento de los cargos de presidente, vicepresidente, secretario y vicesecretario del consejo de administración.
 - b) La delegación permanente de facultades; el nombramiento y revocación de consejeros delegados o la constitución de comisiones ejecutivas.
 - c) El otorgamiento y la revocación de poderes.
 - d) La aprobación del presupuesto, y cualquier modificación sustancial del mismo; la aprobación y modificación del plan de negocios anual, plan de tesorería e inversiones futuras.

31. En este sentido, *vid.* ALONSO UREBA, A., «Presupuestos de la responsabilidad social de los administradores de una sociedad anónima», *Revista de Derecho Mercantil*, número 198, (Madrid, 1992), págs. 639 a 727.

- e) El acuerdo del aumento de capital autorizado por la junta general; así como la ejecución de los acuerdos de aumento de capital adoptados por la junta y delegados por esta en los administradores.
 - f) La realización de inversiones o adquisiciones de activos por encima de una determinada cantidad o de un *ratio* determinado.
 - g) La transmisión onerosa o gratuita, total o parcial, de activos fijos de la sociedad cuyo valor neto contable a la fecha de transmisión, supere una cantidad determinada o un *ratio* determinado.
 - h) La constitución de hipoteca, prenda o cualquier otra carga o gravamen sobre los activos de la sociedad.
 - i) Toda operación de endeudamiento financiero de la sociedad por importe superior a una determinada cantidad o *ratio* y por un plazo superior a unos años previamente fijados.
 - j) El otorgamiento de garantías reales y/o personales así como el otorgamiento de avales a favor de un tercero.
 - k) La celebración, resolución y modificación de contratos laborales o mercantiles con los consejeros, consejeros-directivos, y directivos de la sociedad; la contratación de cualquier tipo de empleados o trabajadores cuya retribución anual bruta supere una cantidad establecida.
 - l) La conclusión de contratos particularmente gravosos para la sociedad o en condiciones fuera de mercado.
 - m) La adopción de cualesquiera decisiones relativas a la constitución, adquisición, disolución o enajenación de filiales, sucursales o establecimientos permanentes; la enajenación o gravamen de acciones y/o participaciones sociales de las filiales; la adopción por parte de las filiales de acuerdos relativos a las materias precedentes; y el nombramiento de los miembros del órgano de administración de las filiales.
 - n) El traslado del domicilio social dentro del mismo municipio.
 - o) La conclusión de operaciones comerciales con personas vinculadas.
 - p) La suscripción o terminación de acuerdos estratégicos o *joint ventures*.
- (iv) ¿Sindicación de voto?

En el nivel del órgano de administración, y a diferencia de lo que ocurre en sede de la junta, no deben permitirse los sindicatos de voto entre los distintos consejeros dado que, como ya hemos advertido, estos desde su nombramiento deben velar por el interés social y no por el interés individual de los socios, teniendo además su voto un carácter personalísimo.

En este sentido, una parte importante de nuestra doctrina aboga por la prohibición y nulidad de los pactos por los que se regula el voto de los consejeros (o las decisiones de los administradores) designados a propuesta de los socios imponiéndoles estos últimos a los primeros el sentido de su voto³².

32. MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A., «Los pactos de sindicación para el órgano administrativo de la sociedad anónima», en *Estudios en homenaje a Rodrigo Uría*, (Madrid, 1978), págs. 369 y siguientes; PAZ-ARES, C.,

d) Los directivos de la sociedad

En el acuerdo de socios es también práctica común determinar quiénes van a encargarse de desempeñar las tareas directivas de la sociedad sobre todo en las operaciones de LBO en sus modalidades de MBO, MBI y BIMBO³³.

Como sabemos, en un *management buyout* o MBO la adquisición de la Sociedad *Target* la llevan a cabo los directivos de la propia Sociedad *Target*, bien solos o bien apoyados por parte de uno o varios patrocinadores financieros. Las ventajas principales son claras: por un lado, se aprovecha la oportunidad de adquirir el negocio a un precio más favorable que para otros inversores; y por otro, los directivos de la propia compañía son los que tienen un mayor conocimiento de la empresa.

Por su parte, un *management buy in* o MBI supone que la adquisición de la Sociedad *Target* la ejecuta un equipo profesional externo a la Sociedad *Target*, normalmente seleccionado por parte del patrocinador o patrocinadores financieros. Estos supuestos suelen darse cuando los prestamistas no quieren apoyar financieramente a los directivos de empresas pobremente dirigidas y que deseen adquirirlas, al suponer que fracasarán en su intento de mejorar la gestión de las mismas. Preferirán pues, a un nuevo equipo directivo, conocido por las entidades financieras que sopor-tan la operación³⁴.

Finalmente, en un *buy in management buyout* o BIMBO protagonizan la compra de la Sociedad *Target* tanto directivos de la Sociedad *Target* como profesionales ajenos a la misma.

Así las cosas, y volviendo sobre el contrato de socios, si se trata de un MBO o de una adquisición minoritaria lo más normal es que los directivos existentes permanezcan en sus puestos. Por el contrario, si se tratara de un MBI, la adquisición de la sociedad la ejecuta un equipo profesional externo que será el encargado de llevar cabo las tareas directivas, sustituyendo al equipo directivo preexistente. Finalmente, en los BIMBOs coexistirán en el desempeño de esas funciones los directivos preexistentes y nuevos directivos nombrados al efecto.

Sea como fuere, una cuestión clave al respecto es la de regular contractualmente la relación jurídica a establecer entre la sociedad y sus directivos. Así, se deberá negociar, determinar y reglamentar, entre otras, las siguientes cuestiones:

- (i) El tipo de contrato y su encuadre: así, deberá determinarse en primer lugar, si se trata de una relación mercantil (de arrendamiento de servicios) o de una relación laboral y, en este último caso, distinguir si se trata de un trabajador ordinario (sometido al Real Decreto Legislativo 2/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Estatuto de

«Fundamento de la prohibición de los pactos de voto para el consejo», *InDret, Revista para el análisis del Derecho*, (2010); y SÁNCHEZ CALERO, F., *Los Administradores de las Sociedades de Capital*, Civitas (Madrid, 2005), pág. 621.

33. SERRANO ACITORES, A., «Los contratos con el equipo directivo en sede de un leveraged buyout», *Anuario Jurídico Villanueva*, número 7, (2013), págs. 95-124.

34. De hecho, es habitual que las entidades financieras se dediquen a buscar grupos de ejecutivos que puedan levantar determinadas empresas mal gestionadas.

los Trabajadores) o de una relación especial de alta dirección (sometida al Real Decreto 1382/1985, de 1 de agosto, por el que se regula la relación laboral de carácter especial del personal de alta dirección).

- (ii) Los objetivos a conseguir por parte de los directivos.
- (iii) La retribución de los mismos, siendo frecuente distinguir una parte fija y otra variable. La parte variable se devengará siempre y cuando se cumplan los objetivos fijados y lo más común será articularla a través de un sistema de bonus, combinado, en ocasiones con otros incentivos como los *equity ratchets*³⁵.
- (iv) La delimitación de sus funciones y sus facultades: normalmente se articulará a través de los correspondientes apoderamientos que les otorgue la sociedad. En ellos se fijarán límites a sus actuaciones tanto cuantitativos (hasta un determinado importe) como cualitativos (por ejemplo, mediante la fijación de un *numerus clausus* de facultades, u obligando a los directivos a actuar mancomunadamente con otros).
- (v) Los pactos de permanencia y no competencia.
- (vi) El sistema de responsabilidad civil y su cobertura mediante la contratación del pertinente seguro.

De este modo, en el contrato de socios se contendrán estas cuestiones, o incluso podrá incorporarse como anexo una copia del contrato modelo que deberán firmar directivo y sociedad en el momento de formalizar su relación.

e) Mecanismos para solucionar las situaciones de bloqueo (deadlock)

Como estamos viendo, las grandes decisiones de gestión, tanto a nivel de junta como de órgano de administración, necesitarán ser adoptadas por un grado elevado de consenso.

Por ello, es importante prever en el contrato de socios mecanismos que puedan solucionar las posibles situaciones de bloqueo (*deadlock*). Estas situaciones se suelen producir en los siguientes supuestos:

- (i) Cuando se han pactado unas mayorías reforzadas tan elevadas que han generado indirectamente derechos de veto entre los socios de tal manera que al ser ejercitados estos derechos de veto la sociedad queda bloqueada dejando de ser operativa.
- (ii) Cuando existen dos socios (o dos grupos o facciones divididas de socios) participando en partes iguales en la sociedad (es decir, cada uno posee un 50% del capital) y son incapaces de llegar a ningún acuerdo.

35. Como señala SIMÓN DEL BURGO, S. en *Cómo tratar con el capital riesgo*, Closa Merger Acquisition Advisors, ESADE y Clifford Chance, (2005), pág. 85, «se trata de una serie de incentivos para el equipo directivo, que suelen materializarse en una redistribución de la participación en el capital social de Newco en el momento de la salida, sobre la base de la consecución de unas determinadas rentabilidades. Ello implicará una participación por parte del equipo directivo en la plusvalía obtenida en la salida proporcionalmente superior a su porcentaje de participación en el capital social de Newco».

En estos casos, se produce una paralización de los órganos sociales que de no solucionarse conduciría a la disolución y liquidación de la sociedad de acuerdo con lo establecido por el art. 363.1 d) de la LSC.

A fin de evitar esta drástica situación de disolver y liquidar la sociedad, es recomendable articular en el acuerdo entre socios los mecanismos adecuados que permitan desbloquear la sociedad, siendo los más frecuentes los siguientes:

- (i) Nombrar a uno o varios terceros expertos independientes (árbitros o amigables componedores) que se encarguen de resolver las diferencias.
- (ii) Redirigir las negociaciones finales de las diferencias entre las facciones a los representantes de mayor peso dentro de cada una de ellas. Conocido como el *escalation procedure*, consiste, generalmente, en recurrir a los cargos más altos en el organigrama funcional u organizativo (presidentes o consejeros de las sociedades matrices) de cada una de las partes para que lleguen a un acuerdo sobre la cuestión.
- (iii) Otorgar opciones de compra (*calls*) y opciones de venta (*puts*) cruzadas. Esta técnica puede configurarse de múltiples maneras (dependiendo del precio y de quiénes sean los compradores y/o vendedores).
Así, este mecanismo tiene por finalidad preservar la continuidad de la sociedad y consiste en que un socio o grupo de socios adquieran la participación de los demás, pactándose un precio de antemano, precio este determinado o determinable bien mediante una fórmula de valoración o bien mediante su fijación por un experto independiente.
- (iv) Utilizar cláusulas de ruleta rusa (*russian roulette*) que consisten en pactar que el socio que lanza la oferta de compra a un determinado precio y con determinadas condiciones debe estar dispuesto y puede quedar obligado a vender su participación a ese mismo precio y condiciones.
- (v) Pactar una cláusula de tiro mejicano (*shoot out/auction*) en virtud de la cual ambas partes entregan a la otra parte o a un tercero, por un lado, una oferta de compra de la participación en la sociedad de la otra parte a un precio determinado («**Precio 1**») y, por otro lado, una oferta de venta de su propia participación al precio ofrecido por la otra parte («**Precio 2**»), quedando obligada a vender su participación en caso de que el Precio 2 sea superior al Precio 1.
- (vi) Ejercicio por parte de alguna de las facciones de socios de los derechos de separación de los que puedan ser titulares en virtud de las leyes societarias o que se hayan pactado en estatutos, abandonando la sociedad a cambio del valor razonable de su antigua participación en la sociedad.
- (vii) Pactar una cláusula de *status quo* en virtud de la cual las partes se obligan a continuar en la sociedad y en su gestión como si el asunto en cuestión nunca hubiera sido planteado.
- (viii) En último extremo, proceder a disolver y liquidar de una manera pactada y ordenada la sociedad, fijando mecanismos distintos de los previstos en la normativa societaria que permitan minimizar las consecuencias negativas de la liquidación (por ejemplo, la pérdida de valor de los bienes de la sociedad), pudiendo además asignar y distribuir de antemano entre los socios

las ramas de actividad y los activos que les puedan interesar a un precio competitivo y fijado previamente.

f) Convivencia entre co-inversores

En el caso de operaciones implementadas por firmas de capital riesgo, no es infrecuente que la entidad de capital riesgo en cuestión vaya acompañada por uno o varios co-inversores. En estos supuestos es necesario regular la convivencia entre los mismos, determinando e identificando los derechos y obligaciones de cada uno en el contexto de la operación, siendo de especial relevancia cuestiones tales como la sindicación del voto o la distribución de beneficios.

Dos son las prácticas utilizadas en estos casos, a saber:

- (i) Constitución de otra sociedad vehículo (en adelante, «**Newco 2**») entre la entidad de capital riesgo y los co-inversores a través de la que se encauzaría la inversión de los mismos.

Así, *Newco 2* invertiría en *Newco* (o en la Sociedad *Target* directamente, según cuál fuera la sociedad de referencia en los términos que ya hemos indicado).

Siendo esto así, al margen de pactar unos estatutos y un acuerdo de socios a nivel de *Newco* (o de la Sociedad *Target*) junto con otros socios, los co-inversores deberán regular asimismo su relación en y a nivel de *Newco 2* tanto interna como externamente, pactando respectivamente un acuerdo de socios y los estatutos sociales.

- (ii) Conclusión de otro pacto de socios entre los co-inversores que se caracterizaría por las siguientes notas: (i) sería un pacto distinto del acuerdo de socios de la sociedad de referencia; (ii) tendría carácter reservado y (iii) estaría firmado exclusivamente entre los co-inversores, dejando al margen al resto de socios.

D. *Limitaciones a la transmisibilidad de las acciones o participaciones de la sociedad*

a) Introducción

A la hora de llevar a cabo una inversión de esta índole, siempre es conveniente analizar quiénes van a ser los compañeros de viaje del proyecto y articular los mecanismos necesarios que obstaculicen e impidan la entrada de terceros no deseados o que posibiliten preservar los equilibrios, pesos y contrapesos de poder acordados entre los distintos tipos de socios.

Con estos objetivos, tanto en los estatutos sociales de la sociedad como en el contrato de socios podrán fijarse, como ahora veremos, limitaciones o restricciones a la transmisión de las acciones o participaciones de la sociedad³⁶.

36. A estos efectos, conviene no olvidar los principios configuradores tanto de la sociedad anónima como de la sociedad de responsabilidad limitada.

Como sabemos, en el caso de que se incumplan las restricciones fijadas en los estatutos, al ser estos, un contrato de naturaleza externa, las transmisiones no serían válidas.

Por el contrario, si se incumplieran las restricciones establecidas en el acuerdo de socios, al no ser oponible ni a la sociedad ni a terceros, la transmisión sería válida pero se podrá exigir responsabilidad al socio incumplidor.

En consecuencia, siempre que sea legalmente posible, es recomendable incluir estas restricciones en los estatutos sociales, además de en el contrato de socios.

b) Prohibición absoluta de transmisión por actos *inter vivos* (lock-up)

Para obligar a permanecer a los socios en la sociedad durante un plazo determinado se puede pactar en los estatutos sociales la prohibición absoluta de transmisión de acciones o de participaciones por actos *inter vivos*.

Ahora bien, debemos distinguir entre sociedades anónimas y sociedades de responsabilidad limitada.

Así, en el caso de sociedades anónimas, de acuerdo con el art. 123.4 del RRM «podrán inscribirse en el Registro Mercantil las cláusulas estatutarias que prohíban la transmisión voluntaria de las acciones durante un periodo de tiempo no superior a dos años a contar desde la fecha de constitución de la sociedad»³⁷.

Si se quisiera ampliar el plazo de la prohibición no podría hacerse a través de los estatutos sino articulándolo mediante el contrato de socios.

Por lo que se refiere a las sociedades de responsabilidad limitada, señala el art. 108.4 de la LSC que los estatutos podrán impedir la transmisión voluntaria de las participaciones por actos *inter vivos* durante un periodo de tiempo no superior a cinco años a contar desde la constitución de la sociedad, o para las participaciones procedentes de una ampliación de capital, desde el otorgamiento de la escritura pública de su ejecución.

Es más, en las sociedades de responsabilidad limitada sí se permite pactar en estatutos un plazo superior a los cinco años siempre y cuando también se reconozca en los mismos un derecho de separación al socio (art. 108.3 de la LSC).

c) Cláusulas de consentimiento previo de la sociedad

A través de este tipo de cláusulas la transmisión queda condicionada al previo consentimiento de la sociedad. Además de en el contrato de socios pueden incluirse

Así, no se debe obviar (i) que serán nulas las cláusulas estatutarias que hagan prácticamente libre la transmisión voluntaria de las participaciones sociales por actos *inter vivos* (art. 108.1 de la LSC) y (ii) que a falta de regulación estatutaria, la transmisión voluntaria de participaciones sociales por actos *inter vivos* se regirá por lo dispuesto en el art. 107 de la LSC que, en síntesis, establece el previo consentimiento de la sociedad para transmitir las participaciones a un tercero, así como fija derechos de adquisición preferente para los socios y la propia sociedad.

Y en sede de sociedades anónimas no se debe pasar por alto que serán nulas las cláusulas estatutarias que hagan prácticamente intransmisible la acción (art. 123.2 de la LSC).

37. Nótese que el citado precepto solo menciona la constitución de la sociedad, no haciendo referencia alguna a las acciones que pudieran proceder de una nueva emisión en un aumento de capital.

en los estatutos sociales tanto de la sociedad anónima como de la sociedad de responsabilidad limitada, debiendo incluirse asimismo las causas en virtud de las cuales la sociedad pueda denegar el consentimiento.

d) Cláusulas de derecho de adquisición preferente: tanteo y retracto

Las cláusulas de tanteo, que podrán ser incorporadas a los estatutos, otorgan a los socios (a todos o a los pertenecientes a una clase), a un tercero o a la propia sociedad un derecho de adquisición preferente sobre todas o parte de las acciones o participaciones de una sociedad, impidiendo, por tanto, la transmisión sin previamente haberlas ofrecido al beneficiario de tal derecho de adquisición preferente.

En estas cláusulas deberá expresarse de forma precisa las transmisiones en las que exista la preferencia, así como las condiciones de ejercicio de aquel derecho y el plazo máximo para realizarlo.

Asimismo, es destacable que en múltiples ocasiones se excluye el derecho de adquisición preferente en aquellas transmisiones que se produzcan entre familiares y sociedades del grupo.

Es más, en el caso de que alguno de los socios sean personas jurídicas es aconsejable fijar las condiciones para el ejercicio del derecho de adquisición preferente en los supuestos de transmisión indirecta de las acciones o participaciones por cambio de control de la sociedad titular de las mismas.

Igualmente, en el caso de que existan grupos de socios distintos (inversores financieros, co-inversores, directivos y vendedores reinversores, por ejemplo) con unos porcentajes de participación determinados para cada grupo, pueden establecerse en el contrato de socios derechos de adquisición preferente a distintos niveles o «en cascada», es decir, en el caso de que algún socio decida vender su participación tendrán preferencia en la adquisición de sus acciones o participaciones los socios del mismo tipo o pertenecientes al mismo grupo que el socio vendedor, manteniéndose el equilibrio de porcentajes de participación entre los distintos grupos de socios.

Por otra parte, y aunque menos habitual en la práctica, estas cláusulas de adquisición preferente también pueden configurarse como derechos de retracto, es decir, se concede a los socios o a la sociedad la posibilidad de subrogarse en el lugar del comprador, adquiriendo las acciones o participaciones que fueron objeto del contrato de compraventa en las mismas condiciones y por el mismo precio que este.

Finalmente, puede ser interesante pactar que en caso de ejercicio del derecho de adquisición preferente y posterior venta a un tercero en un breve periodo de tiempo por un precio superior a aquel por el que se han comprado las acciones o participaciones de la sociedad al ejercer dicho derecho de adquisición preferente, se obligue al socio que haya ejercido el derecho a entregar una cantidad igual al beneficio adquirido en la posterior venta o al menos un parte de este.

e) Cláusulas de derecho de primera oferta

Este tipo de pactos lo que pretenden es que el socio que quiera transmitir su participación en la sociedad, antes de recibir una oferta de cualquier tercero debe per-

mitir al resto de socios la presentación de una oferta de compra, quedando facultado para vender su participación a un tercero únicamente en el supuesto de que la oferta de este sea mejor que la del resto de los socios.

f) Cláusulas regulatorias del tipo de adquirente

Con estas cláusulas se restringe la entrada a potenciales socios no deseados, por ejemplo, competidores. Para que sea eficaz deben determinar claramente los requisitos y las condiciones que deben cumplir o no los posibles adquirentes.

Estos pactos también podrán ser incorporados en los estatutos de sociedades anónimas y de responsabilidad limitada.

g) Obligaciones de stapling

También puede ser interesante obligar al socio que transmite su participación en la sociedad a ceder a favor del adquirente todos los derechos de crédito que pudiera ostentar frente a la sociedad como consecuencia de las aportaciones realizadas en forma de deuda (*stapling*).

h) Transmisiones mortis causa

También es posible restringir las transmisiones *mortis causa* incluyendo dichas limitaciones en los estatutos y reproduciéndolas en el acuerdo de socios.

En este supuesto, para rechazar la inscripción de la transmisión en el libro registro de acciones nominativas o en el libro registro de socios, la sociedad deberá presentar al heredero un adquirente de las acciones o participaciones u ofrecerse a adquirirlas ella misma por su valor razonable en el momento en que se solicitó la inscripción, entendiéndose por valor razonable el que determine un auditor de cuentas (que será sustituido a partir del 1 de enero de 2016 por un experto independiente *ex* Disposición final cuarta de la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas), distinto al auditor de la sociedad, que, a solicitud de cualquier interesado, nombrarán a tal efecto los administradores de la sociedad (*vid.* arts. 109 y 124 de la LSC).

i) Transmisiones forzosas

El mismo régimen que acabamos de describir para la limitación de transmisiones *mortis causa* se aplicará cuando la adquisición de las acciones o participaciones se haya producido como consecuencia de un procedimiento judicial o administrativo de ejecución (arts. 110 y 125 de la LSC).

Es más, en ocasiones también se impondrán en el contrato de socios restricciones a la prenda de las acciones o participaciones para evitar potenciales embargos de las mismas que obliguen al resto de socios o a la sociedad a adquirirlas a fin de que no se adjudiquen a terceros desconocidos y no deseados como socios de la sociedad.

E. Retribuciones

a) Introducción

Otro de los aspectos que se suelen incluir en el acuerdo entre socios es el relativo al establecimiento de mecanismos que permitan obtener algún beneficio o rendimiento a los socios (especialmente al socio financiero) sin necesidad de desinvertir.

En definitiva, se trata de ir anticipando, en la medida de lo posible, algunos de los rendimientos que se pretende obtener con la inversión.

b) Reparto de dividendo mínimo

Como hemos visto, el reparto de dividendos ha de ser una de las materias para las que se exijan mayorías reforzadas.

Ahora bien, en operaciones de capital riesgo los dividendos pueden dar mucho más juego al inversor financiero. Así, es frecuente que este desee fijar la obligación de reparto de un dividendo mínimo.

En cualquier caso, para que esto sea posible se ha de respetar la normativa societaria encargada de proteger el principio de integridad del capital social.

Así, deberá tenerse presente lo dispuesto en el art. 273 de la LSC en cuya virtud:

«1. La junta general resolverá sobre la aplicación del resultado del ejercicio de acuerdo con el balance aprobado.

2. Una vez cubiertas las atenciones previstas por la ley o los estatutos, solo podrán repartirse dividendos con cargo al beneficio del ejercicio, o a reservas de libre disposición, si el valor del patrimonio neto no es o, a consecuencia del reparto, no resulta ser inferior al capital social. A estos efectos, los beneficios imputados directamente al patrimonio neto no podrán ser objeto de distribución, directa ni indirecta.

Si existieran pérdidas de ejercicios anteriores que hicieran que ese valor del patrimonio neto de la sociedad fuera inferior a la cifra del capital social, el beneficio se destinará a la compensación de estas pérdidas.

3. Se prohíbe igualmente toda distribución de beneficios a menos que el importe de las reservas disponibles sea, como mínimo, igual al importe de los gastos de investigación y desarrollo que figuren en el activo del balance.

4. En cualquier caso, deberá dotarse una reserva indisponible equivalente al fondo de comercio que aparezca en el activo del balance, destinándose a tal efecto una cifra del beneficio que represente, al menos, un cinco por ciento del importe del citado fondo de comercio. Si no existiera beneficio, o este fuera insuficiente, se emplearán reservas de libre disposición»³⁸.

38. Adviértase que, con efectos 1 de enero de 2016, queda suprimido el apartado 4 como consecuencia de lo dispuesto en la disposición final cuarta de la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas.

Y el art. 274 de la LSC al regular la reserva legal indica que:

«1. En todo caso, una cifra igual al diez por ciento del beneficio del ejercicio se destinará a la reserva legal hasta que esta alcance, al menos, el veinte por ciento del capital social.

2. La reserva legal, mientras no supere el límite indicado, solo podrá destinarse a la compensación de pérdidas en el caso de que no existan otras reservas disponibles suficientes para este fin».

Cumplido lo anterior, señala el art. 275 de la LSC que en la sociedad de responsabilidad limitada, salvo disposición contraria de los estatutos, la distribución de dividendos a los socios se realizará en proporción a su participación en el capital social; y en la sociedad anónima, por el contrario, la distribución de dividendos a las acciones ordinarias se realizará en todo caso en proporción al capital que hubieran desembolsado.

Ahora bien, no debe olvidarse de que en el caso de que se hayan creado acciones o participaciones privilegiadas con un dividendo mínimo y preferente (art. 95 de la LSC) o acciones o participaciones sin voto (arts. 98 y siguientes de la LSC), antes de proceder al reparto del dividendo se deberán respetar sus derechos.

Finalmente, no debemos obviar la introducción en la LSC (y, en consecuencia, en nuestro Derecho de sociedades) por la Ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital y de incorporación de la Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas del art. 348 bis regulador del derecho de separación de los socios en caso de falta de distribución de dividendos en sociedades no cotizadas.

En efecto, a partir del quinto ejercicio a contar desde la inscripción en el Registro Mercantil de la sociedad, el socio que hubiera votado a favor de la distribución de los beneficios sociales tendrá derecho de separación en el caso de que la junta general no acordara la distribución como dividendo de, al menos, un tercio de los beneficios propios de la explotación del objeto social obtenidos durante el ejercicio anterior, que sean legalmente repartibles (art. 348 bis.1 de la LSC)³⁹.

c) Retribución a los administradores

Otra manera de conseguir un rendimiento anticipado consiste en que los socios (principalmente, el operador de *private equity*) sean asimismo miembros del órgano de administración y que la sociedad acuerde retribuir a los administradores por las funciones que desempeñan.

39. La aplicación de lo dispuesto en el artículo 348 bis queda suspendida hasta el 31 de diciembre de 2016, conforme establece la disposición transitoria de la propia LSC, modificada por el número dos de la disposición final primera de la Ley 9/2015, de 25 de mayo, de medidas urgentes en materia concursal y el Real Decreto-ley 11/2014, de 5 de septiembre, de medidas urgentes en materia concursal. Anteriormente, el citado artículo había sido suspendido hasta el 31 de diciembre de 2014 por la disposición transitoria introducida por el apartado cuatro del artículo primero de la Ley 1/2012, de 22 de junio, de simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital.

A este respecto, adviértase que se deberá respetar lo que en materia de retribución de administradores se señala con carácter general en los arts. 217 a 219 de la LSC, y con carácter especial para las sociedades cotizadas en los arts. 529 sexdecies a 529 novodecies de la LSC, sin olvidar la específica normativa atinente a la retribución de los consejeros delegados contenida en el art. 249.4 del mismo cuerpo legal.

d) Pago de intereses vía préstamos

En ocasiones, los socios (generalmente, el socio financiero) además de comprometerse a realizar aportaciones que configuren el capital de la sociedad, aportan cantidades adicionales a la misma mediante préstamos.

Con los préstamos, (i) los socios se garantizan una retribución por vía del interés pactado y (ii) la sociedad podrá deducirse los intereses pagados en concepto de gasto en el impuesto sobre sociedades⁴⁰.

Ahora bien, a efectos de no perder parte del valor liquidativo de la inversión en el momento de la desinversión, es frecuente acordar tanto en el contrato de préstamo como en el contrato de socios la posibilidad de capitalizar a un precio prefijado (y habitualmente primado) dichos préstamos, convirtiéndolos, por ende, en nuevas acciones o participaciones de la sociedad.

e) Comisiones por servicios

Otra manera que utilizan los inversores financieros para obtener alguna rentabilidad consiste en cobrar unos *fees* o comisiones a la sociedad por prestarle algún tipo de asesoramiento o asistencia en la gestión del negocio de la sociedad.

40. Ahora bien, a este respecto se ha de tener en cuenta que el Real Decreto-ley 12/2012, de 30 de marzo, por el que se introducen diversas medidas tributarias y administrativas dirigidas a la reducción del déficit público ha modulado dicha deducibilidad. En efecto, el mencionado Real Decreto-ley modifica a través de su art. 1 el art. 20 del Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades y limita la deducibilidad de los gastos financieros. Así, con la nueva norma no serán deducibles en el año los gastos financieros que excedan del 30% del beneficio operativo (EBITDA) del ejercicio, siendo en todo caso deducible la cantidad de un millón de euros. Eso sí, los gastos que no fueran deducibles en el año sí lo serán en periodos futuros, con un máximo de dieciocho años. Asimismo, el reciente Real Decreto-ley 20/2012, de 13 de julio, de medidas para garantizar la estabilidad presupuestaria y de fomento de la competitividad ha restringido aún más esta posibilidad al haber adoptado como medida de carácter indefinido, la modificación de la limitación a la deducibilidad de gastos financieros, haciéndola extensiva a todas las empresas en general, sin circunscribirse a su pertenencia a un grupo mercantil.

Adviértase, asimismo, que la reforma fiscal que entró en vigor el 1 de enero de 2015 ha supuesto la aprobación de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades en la que se contienen los artículos 15 y 16 que modulan la deducibilidad de los gastos financieros pues: (i) se elimina la deducibilidad de los intereses por préstamos participativos (pasando éstos a ser considerados, a efectos fiscales, como retribución de los fondos propios); (ii) se mantiene la regla de la limitación de la deducibilidad de los gastos financieros con el 30% del beneficio operativo del ejercicio con alguna especialidad en cuanto al cálculo del mismo; y (iii) se establece una limitación en cuanto a los gastos financieros derivados de deudas destinadas a la adquisición de entidades intragrupo, cuando posteriormente dichas entidades se incorporen al grupo fiscal.

Dichos servicios deberán prestarse realmente y deberán retribuirse a precios de mercado a fin de evitar ajustes fiscales positivos en la base imponible del Impuesto sobre Sociedades como consecuencia del régimen de operaciones vinculadas o precios de transferencia.

f) Comisiones por estructuración de la operación

Finalmente, también es frecuente que el inversor financiero cobre un *fee* a la sociedad por estructuración de la operación, ya que será este quien consiga la financiación del nuevo proyecto, bien mediante la inyección de fondos por su parte, solo o con otros co-inversores, y/o la financiación de las entidades financieras para llevar a buen puerto la operación.

F. Regulación de la desinversión

a) Introducción

En las compraventas de empresas realizadas por inversores financieros como los operadores de *private equity*, la inversión realizada tendrá en la gran mayoría de los casos carácter transitorio.

En efecto, las entidades de capital riesgo no pueden permanecer más allá de un plazo determinado participando de una sociedad de ahí que, además de en el contrato de compraventa, también en el contrato de socios se regulen plazos y condiciones de salida de la Sociedad *Target* a través de los mecanismos que vamos a estudiar a continuación y, de este modo, puedan materializar las plusvalías latentes generadas.

b) Opción de venta (put)

Una vía de salir de la sociedad consiste en que dentro del acuerdo de socios se configure a favor del inversor financiero una opción de venta (*put*) de sus acciones o participaciones bien a los demás socios (todos o parte), bien a la propia sociedad (siempre teniendo presentes las limitaciones para cada tipo societario en materia de autocartera), en un plazo y con un precio prefijados.

Así, en el caso de que el inversor financiero ejercitara la opción, los socios o la sociedad tendrían la obligación de comprar las acciones o participaciones de este.

Otra posibilidad que se podría contemplar consistiría en el otorgamiento de opciones de venta recíprocas entre todos los socios, o frente a la sociedad, que serían ejercitadas siempre que se cumplieran determinadas condiciones (por ejemplo, cuando algún o algunos socios se muestren contrarios con las decisiones políticas que está adoptando la mayoría de los socios, o ante eventuales necesidades de liquidez por parte de algún socio).

Así, al configurar en el acuerdo de socios opciones de venta recíprocas se estaría creando un derecho de separación de carácter convencional sobre la totalidad o parte de las acciones o participaciones de los socios.

c) Acciones rescatables

Tratándose de sociedades cotizadas, una alternativa de índole societaria a la opción de venta podría consistir en emitir acciones rescatables de acuerdo con lo previsto en los arts. 500 y 501 de la LSC.

Como su nombre indica, lo que caracteriza a este tipo de acciones es que nacen con vocación de ser rescatadas o amortizadas por la sociedad en unas condiciones predeterminadas, que se establecerán en el propio acuerdo de su emisión.

Deben emitirse por un importe nominal no superior a la cuarta parte del capital social y estar íntegramente desembolsadas en el momento de la suscripción.

Así, la LSC establece una regulación específica en relación con el derecho de rescate:

- (i) El acuerdo de emisión de acciones rescatables debe fijar las condiciones para su ejercicio (incluyendo el precio a satisfacer por las acciones rescatadas).
- (ii) La facultad de rescate puede reconocerse tanto a la sociedad emisora, como a los titulares de las acciones (i.e. a favor de la entidad de capital riesgo consiguiéndose así la salida) o a ambos.
- (iii) En el supuesto de que la facultad de rescate sea reconocida exclusivamente a favor de la sociedad emisora, aquella no podrá ejercitarse antes de que transcurran tres años a contar desde la emisión.
- (iv) La amortización de acciones rescatables deberá hacerse sin reducir la protección de los acreedores sociales.

Respecto de sociedades no cotizadas, conviene señalar lo siguiente:

- (i) Tratándose de sociedades anónimas no cotizadas se ha ido admitiendo la posibilidad de emitir también este tipo de acciones siempre que quede perfectamente detallado su régimen en estatutos sociales.
- (ii) Tratándose de sociedades de responsabilidad limitada no es posible la extensión analógica de este régimen. Sin embargo, la LSC contiene otros mecanismos como la regulación de las causas de separación y exclusión de socios que pueden llevar a resultados idénticos.

d) Derecho de arrastre (drag along) y derecho de acompañamiento (tag along)

Las cláusulas de *drag along* son pactos habituales en operaciones de inversión en empresas en las que hay un socio principal y otro socio minoritario. Las cláusulas de *drag along* también conocidas como derecho de arrastre permiten al socio que puede ejercer tal derecho (normalmente el que tiene la mayoría) obligar al socio minoritario a que también venda su participación.

El pacto de derecho de arrastre o *drag along* se estipulará para regular las situaciones cuando en una sociedad, en la que hay un socio principal y unos socios minoritarios, existe un potencial comprador que quiere comprar el 100% de la sociedad. Los socios minoritarios o el mayoritario podrían bloquear la venta si deciden no

vender, pero, si se ha acordado previamente el pacto de derecho de arrastre, la parte que no quiere vender estaría obligada a ello, facilitándose de esta forma la transmisión del 100% de la sociedad.

Para que el pacto de *drag along* no perjudique a ninguna de las partes, puede establecerse que, la parte obligada a acompañar en la venta y que podría no estar interesada en vender, tenga un derecho de compra siempre que lo ejercite en las mismas condiciones que el potencial comprador.

Incluir este tipo de pactos en los estatutos sociales puede plantear problemas a la hora de su inscripción ya que el *drag along* puede llegar a obligar a los minoritarios a vender sus acciones o participaciones en contra de su deseo de no venderlas.

Ahora bien, creemos que estos pactos deben admitirse dentro de los estatutos por los siguientes motivos:

- (i) No hay ninguna normativa que sea contraria a que todos los socios ofrezcan vender sus participaciones o acciones en las condiciones señaladas, en un momento previo a la existencia un potencial comprador.
- (ii) En la sociedades de responsabilidad limitada se pueden incluir obligaciones a los socios de transmitir sus participaciones a los demás socios o a terceros (art. 107.2 de la LSC) siempre que se cumplan las condiciones fijadas en los estatutos y se conceda un derecho de separación al socio disidente (art. 346.2 de la LSC).

Por el contrario, el pacto de *tag along* es el contrapeso del pacto de *drag along* pues confiere (normalmente a los socios minoritarios o con participaciones pequeñas) el derecho de vender sus participaciones o acciones cuando el socio con participación mayoritaria venda.

En definitiva, consiste en que el socio que pretende enajenar su participación en la sociedad debe ofrecer la oportunidad de participar en dicha operación a los restantes socios en las mismas condiciones y a prorrata de sus respectivas participaciones.

A diferencia del *drag along*, incluir este tipo de pactos, además de en el contrato de socios, en los estatutos no planteará ningún problema a efectos registrales.

Por otra parte, se ha de señalar en defensa de este tipo de cláusulas que en el Anteproyecto de Ley de Código Mercantil se incluye como novedad relevante en materia de derecho societario el reconocimiento expreso a nivel legal de las cláusulas de *drag along* y *tag along* en los arts. 232-11 y 233-20.4 de dicho texto.

En cualquier caso, y mientras dicho Código Mercantil no sea aprobado por las Cortes, lo más recomendable será pedir cita al Registrador Mercantil a fin de examinar y configurar la cláusula estatutaria de manera que la misma pueda ser inscrita.

e) Obligación de venta

Una de las maneras de llevar a cabo la desinversión puede consistir en pactar en el contrato de socios una obligación o mandato de venta, encargando a los adminis-

tradores o incluso a los socios que busquen a potenciales adquirentes para concluir una nueva operación de adquisición privada de empresa.

f) Salida a bolsa

En ocasiones, la obligación o mandato de venta, en vez de articularse mediante un proceso de compraventa privada, puede configurarse mediante la salida a bolsa de la sociedad a través de una oferta pública de venta (en adelante, «OPV»)⁴¹.

Lo cierto es que la desinversión de la cartera de las entidades de capital riesgo mediante OPVs previas a la admisión de acciones a negociación en bolsa no ha sido una práctica frecuente en España aunque ya contamos con algunos ejemplos como los de Vueling Airlines, S.A., Corporación Dermoestética, GAM y Clínica Baviera⁴².

G. Cláusulas de extinción del contrato de socios

Es práctica común incluir también en el contrato de socios las causas que suponen la automática extinción del mismo.

Así, las causas que habitualmente suelen preverse en el mismo son las siguientes:

- (i) El transcurso del plazo pactado. En este sentido, es muy recomendable fijar una duración concreta en el pacto parasocial. Si no fuera así, cualquiera de los firmantes del contrato de socios podría instar en cualquier momento la resolución *ad nutum* del mismo sobre la base del art. 1705 del CC y siempre que mediaran la buena fe y un preaviso suficiente.
- (ii) El incumplimiento del contrato.
- (iii) El cambio de control en la sociedad de referencia.
- (iv) El hecho de que una o varias partes dejen de ostentar participación en la sociedad de referencia.
- (v) La disolución y liquidación obligatoria de la sociedad.

41. Vid. ECHENAGUSIA LÓPEZ, I. «OPVs y OPS», en la obra colectiva *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros* coordinada por J.J. SAAVEDRA ORTIZ y A. SERRANO ACI-TORES, Bosch (Barcelona, 2011), págs. 609 a 643; ARRANZ PUMAR, G., «Emisiones, ofertas públicas de venta y admisión a negociación de valores en un mercado secundario oficial», en *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*, coordinado por F. URÍA, La Ley (Madrid, 2007); DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico de las ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables*, Civitas (Madrid, 1998); y ALONSO UREBA, A., «Edición, puesta a disposición, efectos y utilización del Folleto», en *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores*, dirigido por F. SÁNCHEZ CALERO, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil (Madrid, 1995), págs. 109 a 127.

42. PALÁ LAGUNA, R., «La desinversión de las entidades de capital riesgo en relación con las ofertas públicas de valores y las salidas a Bolsa», *Revista Española de Capital Riesgo*, número 4, 2007, págs. 61 a 69.

H. Otras cláusulas

a) Plan de negocio⁴³

En las operaciones implementadas por inversores financieros tan sofisticados como los *private equities*, es bastante habitual que en el contrato de socios se acuerde un plan de negocio o *business plan* para los años posteriores a la adquisición de la Sociedad *Target*, recogiendo las estrategias, políticas, objetivos y acciones que dicha sociedad desarrollará en un futuro a medio plazo (entre dos a cinco años).

Es más, el plan de negocio, al tratar cuestiones tan relevantes, servirá de referencia y como orientación para configurar mayorías reforzadas a la hora de adoptar acuerdos que influyan o alteren cualquier característica del mismo.

b) Elaboración de un presupuesto

Acompañando a las previsiones a medio plazo contenidas en el plan de negocio, se suele incluir la obligación de los administradores de la sociedad de preparar para cada ejercicio un presupuesto anual coherente con el plan de negocio que prevea los posibles ingresos y gastos (ordinarios y extraordinarios) a incluir en la futura cuenta de pérdidas y ganancias de ese ejercicio.

En este sentido, es habitual incluir también algunos pactos referentes al esquema de financiación externa del que hará uso la sociedad.

c) Deber de información

Muy relacionado con las dos cláusulas anteriores, resulta muy recomendable prever la obligación del órgano de administración de la sociedad de facilitar periódicamente a los socios determinada información operativa y financiera a fin de que estos puedan controlar su inversión así como las evoluciones del plan de negocio y del presupuesto anual, permitiendo un seguimiento adecuado de los mismos.

d) Deber de confidencialidad

Es muy habitual que las partes se comprometan a no divulgar a ninguna persona, empresa o compañía, y a no usar en detrimento de la sociedad, cualquier información confidencial relativa a las actividades de la misma o de sus filiales de las que tengan conocimiento gracias a su condición de socio, así como cualquier información relativa al contenido del contrato de socios, salvo que sean requeridos a hacerlo por cualquier norma legal o por normas emitidas por las bolsas de valores u otras autoridades gubernativas a las que estén sujetos.

43. Para poder comprender lo que es un plan de negocios, *vid.* PINSON, L., *Anatomy of a business plan. A step-by-step guide to building a business and securing your company's future*, Dearborn Trade Publishing (2001).

e) Pactos de permanencia

Si alguno de los socios del contrato fuera además directivo o futuro directivo de la sociedad es práctica común obligar a los socios directivos a permanecer en la sociedad durante al menos un plazo pactado por las partes (normalmente cinco años) a contar desde la formalización del contrato de socios.

f) Pacto de no competencia

En ocasiones, se puede imponer a determinados socios (directivos que co-inviertan con el inversor financiero y a los vendedores que decidan reinvertir en la sociedad) la prohibición de llevar a cabo, directa o indirectamente, negocios o actividades que compitan con los de la Sociedad *Target* o sus filiales mientras continúen como socios de la sociedad, y durante los dos años siguientes al cese efectivo de su condición de socio.

Sin embargo, el inversor financiero (el *private equity*) no se encontrará ligado por dicha obligación dado que puede o podrá tener participaciones en otras sociedades que se dediquen a la misma actividad que la Sociedad *Target*⁴⁴.

g) Adhesión

Asimismo, y debido a que en este tipo de operaciones se desea conocer a los socios que van a ser compañeros de viaje, es común acordar que en caso de que los socios renuncien o excluyan el derecho de adquisición o de asunción preferente para dar entrada a nuevos socios, la adquisición o asunción de participaciones de la sociedad quedará condicionada a que los nuevos socios se adhieran previamente al contrato de socios.

Así, lo más habitual será incluir como anexo un modelo de adhesión al contrato de socios.

h) Vigencia

La vigencia o duración del contrato de socios así como las causas por las que se extinguirá el contrato pueden ser muy variadas dadas las numerosas relaciones jurídicas que en él se configuran.

Esto no obstante, lo más normal es acordar que el contrato seguirá vigente en tanto en cuanto los socios permanezcan en la sociedad.

Ahora bien, a veces puede ocurrir que los derechos especiales que el contrato otorgue a los socios minoritarios se extingan como consecuencia de que su participación disminuya, encontrándose por debajo de un umbral determinado.

44. Si ese fuera el caso, el inversor financiero deberá estar atento a la normativa tanto española como europea en materia de Derecho de la competencia, pudiendo verse obligada a notificar la operación de adquisición a las autoridades de competencia pertinentes.

i) Gastos e impuestos

Se trata de la cláusula en la que se detallan los gastos e impuestos que corresponden a cada parte.

Ahora bien, a este respecto conviene señalar que los *private equities* se muestran muy reticentes a correr con estos gastos, por lo que la mayoría de las veces estos serán de cuenta de la Sociedad *Target* o, inicialmente de *Newco*.

j) Notificaciones

En todo contrato las partes señalarán sus domicilios a efectos de las notificaciones que tengan su causa en el mismo.

k) Miscelánea

Siguiendo las prácticas anglosajonas, los contratos de socios incluyen una apartado de miscelánea, en el que se suelen incluir los siguientes pactos:

- (i) Acuerdo íntegro y modificaciones: una cláusula muy frecuente consiste en señalar que el contrato constituye la totalidad del acuerdo alcanzado entre las partes respecto del objeto del mismo, reemplazando y dejando sin efecto lo dispuesto en cualesquiera pactos anteriores entre las partes en relación con la misma materia.
Asimismo, se pactará que cualquier modificación del contrato habrá de realizarse por las partes de mutuo acuerdo y formalizarse por escrito, cumpliendo, como mínimo, con las mismas formalidades con que se ha dotado a la suscripción del mismo.
- (ii) Inexistencia de renuncia: esta cláusula viene a destacar que la falta de ejercicio por una de las partes de cualquier derecho derivado del contrato no se debe interpretar como una renuncia al mismo.
- (iii) Nulidad parcial y pervivencia del contrato: basándose en el principio de conservación de los contratos, las partes pactarán que la invalidez, ilegalidad o inejecutabilidad total o parcial de cualquiera de las cláusulas del contrato no afectará o impedirá la vigencia y validez de aquella parte de la misma que no sea inválida, ilegal o inejecutable o de las restantes que permanecerán con plena validez y eficacia.
Asimismo, se suele pactar que, no obstante lo anterior, la cláusula o cláusulas inválidas o inejecutables serán interpretadas y cumplidas (en la medida posible) de acuerdo con la intención inicial de las partes.
- (iv) Encabezamientos de las cláusulas: se suele incorporar una cláusula en virtud de la cual los encabezamientos de las cláusulas del contrato se incluyen por mera conveniencia, no determinando ni afectando al significado de ninguno de los términos o estipulaciones del mismo.
- (v) Idiomas: como consecuencia de la globalización de los negocios y de las operaciones de fusiones y adquisiciones, no es infrecuente que el contrato de socios sea redactado en varios idiomas.

Si ese fuera el caso, esta cláusula determinará cuál de las versiones del contrato prevalecerá en el supuesto de discrepancia entre ellas.

l) Ley aplicable

Esta cláusula es la encargada de fijar la legislación por la que el contrato se regirá e interpretará.

m) Resolución de conflictos

Muy en consonancia con la cláusula anterior, se pacta la cláusula de resolución de conflictos en virtud de la cual las partes convienen que cualquier litigio, discrepancia, cuestión, reclamación o disputa resultante de la ejecución o interpretación del contrato o relacionados con él, directa o indirectamente, será resuelto, bien por los Tribunales de un sitio determinado, bien mediante la institución del arbitraje (ya se elija en equidad o de Derecho).

n) Anexos

Como hemos visto, los contratos de socios suelen incorporar varios anexos al mismo. Por ello, es muy importante pactar que dichos anexos forman parte del contrato y que, por ende, tienen el mismo valor que este.

IV. A MODO DE CONCLUSIÓN

En el conjunto negocial que sirve de base a una adquisición de empresa, el contrato de compraventa de acciones o participaciones de la Sociedad *Target* constituye el núcleo central de la operación toda vez que permitirá adquirir el control de dicha sociedad y servirá para la consumación de la transacción.

Ahora bien, y tal y como se ha pretendido explicar en el presente trabajo, lo anterior no es óbice para resaltar que en torno a la operación de compraventa giran otros contratos de especial relevancia como puede ser el contrato de socios así como su vinculación con los estatutos sociales de la sociedad de referencia.

De este modo, en la medida en que los inversores financieros o *private equities* (y en menor medida, los inversores industriales) adquieren la condición de socios de la Sociedad *Target* junto a otros posibles co-inversores, socios que permanecen y directivos que acceden también al capital, adquiere particular importancia en estas operaciones la instrumentación de relaciones entre los socios de la Sociedad *Target* a través de los correspondientes pactos o acuerdos de socios y los estatutos de la sociedad, debiendo, por ende, prestarse especial atención a la hora de configurar el pacto parasocial a las obligaciones de cada una de las partes en el cierre de la operación, a las mayorías reforzadas o derechos de veto tanto en junta como en consejo de administración, a la transmisión de las acciones o participaciones, al régimen de adhesión de nuevos socios y a las posibles soluciones para poner fin a situaciones de bloqueo.

BIBLIOGRAFÍA

- ALONSO LEDESMA, C., «Pactos parasociales», *Diccionario de Derecho de Sociedades*, Iustel (Madrid, 2006).
- ALONSO UREBA, A. y RONCERO SÁNCHEZ, A., «Sistemas de elección de los consejeros: Comité de nombramiento», *El gobierno de las sociedades cotizadas*, coordinado por G. ESTEBAN VELASCO, Marcial Pons (Madrid, 1999).
- ALONSO UREBA, A., «Hacia un modelo monista revisado de administración de la SA cotizada como opción al modelo dualista», *La modernización del Derecho de sociedades de capital en España. Cuestiones pendientes de reforma*, Tomo I, Aranzadi (Cizur Menor, 2011).
- «Edición, puesta a disposición, efectos y utilización del Folleto», en *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores*, dirigido por F. SÁNCHEZ CALERO, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil (Madrid, 1995).
 - «Presupuestos de la responsabilidad social de los administradores de una sociedad anónima», *Revista de Derecho Mercantil*, número 198, (Madrid, 1992).
- ARRANZ PUMAR, G., «Emisiones, ofertas públicas de venta y admisión a negociación de valores en un mercado secundario oficial», en *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*, coordinado por F. URÍA, La Ley (Madrid, 2007).
- DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico de las ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables*, Civitas (Madrid, 1998).
- DUQUE DOMÍNGUEZ, J. F., «Escritura, estatutos y límites a la libertad estatutaria en la fundación de sociedades anónimas» *Derecho de sociedades anónimas, Vol. 1, La fundación*, coordinado por A. ALONSO UREBA, J.F. DUQUE DOMÍNGUEZ, G. ESTEBAN VELASCO, R. GARCÍA VILLAVERDE y F. SÁNCHEZ CALERO, Civitas (Madrid, 1991).
- ECHENAGUSIA LÓPEZ, I. «OPVs y OPS», en la obra colectiva *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros* coordinada por J.J. SAAVEDRA ORTIZ y A. SERRANO ACITORES, Bosch (Barcelona, 2011).
- FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., «Pactos parasociales», *Enciclopedia Jurídica Básica Civitas*, vol. III, Civitas (Madrid, 1996).
- FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «El *enforcement* societario y registral de los pactos parasociales. La oponibilidad de lo pactado en protocolo familiar publicado», *Revista de Sociedades*, número 29, (2008).
- FRASQUET GARCÍA, A., «Pactos parasociales» en la obra colectiva *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros* coordinada por J.J. SAAVEDRA ORTIZ y A. SERRANO ACITORES, Bosch (Barcelona, 2011).
- GALEOTE MUÑOZ, M. P., *Sindicatos de voto. El control de una sociedad conjunta*, Tirant lo Blanch (Valencia, 2008).
- LEÓN SANZ, F. J., «La publicación de los pactos parasociales por las sociedades cotizadas» en la obra colectiva *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas*, dirigido por F. RODRÍGUEZ ARTIGAS, A. ALONSO UREBA, L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA,

- L. VELASCO SAN PEDRO, J. QUIJANO GONZÁLEZ y G. ESTEBAN VELASCO, tomo II, Thomson-Aranzadi (Cizur Menor, 2006).
- MAMBRILLA RIVERA, V., «Caracterización jurídica de los convenios de voto entre accionistas», *RDM*, número 181-182, (1986).
- MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A., «Los pactos de sindicación para el órgano administrativo de la sociedad anónima», en *Estudios en homenaje a Rodrigo Uría*, (Madrid, 1978).
- OPPO, G., *I Contratti Parasociali*, (Milán, 1942).
- PALÁ LAGUNA, R., «La desinversión de las entidades de capital riesgo en relación con las ofertas públicas de valores y las salidas a Bolsa», *Revista Española de Capital Riesgo*, número 4, 2007.
- PAYÁ PUJADÓ, A. y MARTÍNEZ MAROTO, F. J., «El sistema contractual», en la obra colectiva *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España: entidades y operaciones*, Marcial Pons (Madrid, 2006).
- PAZ-ARES, C., «Fundamento de la prohibición de los pactos de voto para el consejo», *Indret, Revista para el análisis del Derecho*, (2010).
- «El enforcement de los pactos parasociales», *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, número 5, (2003), págs. 19 y siguientes.
- PÉREZ MILLÁN, D., «Sobre los pactos parasociales», *Revista de Sociedades*, número 31, (2008).
- PINSON, L., *Anatomy of a business plan. A step-by-step guide to building a business and securing your company's future*, Dearborn Trade Publishing (2001).
- SÁNCHEZ CALERO, F., *Los Administradores de las Sociedades de Capital*, Civitas (Madrid, 2005).
- SERRANO ACITORES, A., «*Leveraged buyouts*»: *El Sistema Contractual de las Adquisiciones Apalancadas de Empresas por Operadores de Capital Riesgo*, publicado como Monografía número 40 de la Revista de Derecho de Sociedades, Aranzadi (Cizur Menor, 2013).
- «Los contratos con el equipo directivo en sede de un leveraged buyout», *Anuario Jurídico Villanueva*, número 7, (2013).
- SIMÓN DEL BURGO, S. en *Cómo tratar con el capital riesgo*, Closa Merger Acquisition Advisors, ESADE y Clifford Chance, (2005).
- URÍA, R., MENÉNDEZ, A. y GARCÍA DE ENTERRÍA, J., «La sociedad anónima: fundación», *Curso de Derecho Mercantil I*, coordinada por R. URÍA y A. MENÉNDEZ, Thompson Civitas (Cizur Menor, 2006).
- «La sociedad anónima: órganos sociales. Los administradores», *Curso de Derecho Mercantil I*, coordinada por R. URÍA y A. MENÉNDEZ, Thompson Civitas (Cizur Menor, 2006).
- VICENT CHULIÁ, F., «Licitud, eficacia y organización de los sindicatos de voto», en *Introducción al Derecho Mercantil*, vol. I, 22ª edic. ampliada, Tirant lo Blanch (Valencia, 2010).