



FACULTAD DE DERECHO

# **LAS OPERACIONES SOCIETARIAS Y LOS DERECHOS DE LOS SOCIOS MINORITARIOS**

Autor: Francisco Javier Vives Torres

5º E-3 D

Derecho Mercantil

Tutor: Dr. Miguel Martínez Muñoz

Madrid

Abril de 2018

# Índice

I Resumen .....	5
II Palabras clave .....	5
III Abstract .....	5
IV Keywords .....	6
V Abreviaturas .....	6
INTRODUCCIÓN.....	9
DESARROLLO .....	11
1 Derechos de los socios minoritarios en relación con las operaciones societarias.....	11
1.1 Conceptualización .....	11
1.2 Derechos de los socios minoritarios .....	11
1.3 Quorum de constitución y adopción de acuerdos en la junta general .....	15
1.3.1 Quorum de constitución de la junta general en la sociedad anónima .....	15
1.3.2 Adopción de acuerdos en la sociedad anónima.....	15
1.3.3 Quorum y adopción de acuerdos en la sociedad limitada.....	17
1.4 Derecho de suscripción o asunción preferente.....	18
1.5 Derecho de separación de los socios.....	20
1.6 La operación acordeón.....	20
1.7 Fusión .....	23
1.7.1 Concepto.....	23
1.7.2 Modalidades de la fusión .....	25
1.8 Adquisición .....	28
1.8.1 Concepto.....	28
1.8.2 Modalidades de la adquisición .....	30
1.8.3 Casos especiales .....	32
1.9 Cesión global del activo y pasivo.....	36
1.9.1 Concepto.....	36
1.9.2 Modalidades.....	38
1.10 Escisión.....	40
1.10.1 Concepto.....	40
1.10.2 Modalidades.....	41

<b>2</b>	<b>Derechos de los socios minoritarios y situación económico-financiera de la sociedad</b>	<b>46</b>
2.1	Falta de reparto de dividendos.....	46
2.1.1	Regulación del derecho de separación en el caso de falta de reparto de dividendos. Vicisitudes legislativas .....	46
2.1.2	Comentarios al art. 348 bis LSC .....	48
2.2	Financiación sindicada de las sociedades y su eventual perjuicio a los socios minoritarios .....	51
<b>3</b>	<b>Derechos de los socios minoritarios en relación con el órgano de administración</b> .....	<b>53</b>
3.1	Órgano de administración .....	53
3.2	Participación de la minoría en el nombramiento de los consejeros .....	53
3.3	Buen Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas y accionistas minoritarios .....	54
3.4	Consejeros independientes .....	55
3.5	Otras figuras: observadores y administradores de hecho .....	57
3.6	Conflictos de intereses en el consejo de administración.....	57
<b>4</b>	<b>Protección de los derechos de los socios minoritarios a través de los pactos parasociales</b> .....	<b>59</b>
4.1	Concepto, finalidad y clases. Cláusulas de arrastre y de acompañamiento .....	59
4.2	Eficacia de los pactos parasociales.....	61
	<b>CONCLUSIÓN</b> .....	<b>64</b>
	<b>BIBLIOGRAFÍA</b> .....	<b>68</b>
A.	Doctrina.....	68
B.	Legislación .....	72
C.	Jurisprudencia.....	74
C.1	Tribunal Supremo .....	74
C.2	Audiencia Provincial .....	75
C.3	Juzgado de lo Mercantil.....	75
D.	Doctrina Administrativa.....	75
E.	Otros.....	75
	<b>Tabla 1: derechos de los socios minoritarios</b> .....	<b>12</b>
	<b>Tabla 2: potestades del accionista según su porcentaje de capital social</b> .....	<b>16</b>

<b>Gráfico 1: fusión por absorción .....</b>	<b>26</b>
<b>Gráfico 2: fusión por creación de una nueva entidad .....</b>	<b>27</b>
<b>Gráfico 3: dual-head .....</b>	<b>28</b>
<b>Gráfico 4: adquisición de sociedades con dinero .....</b>	<b>31</b>
<b>Gráfico 5: adquisición de sociedades con acciones.....</b>	<b>31</b>
<b>Gráfico 6: adquisición de sociedades de forma mixta.....</b>	<b>32</b>
<b>Gráfico 7: LBO forward merger.....</b>	<b>34</b>
<b>Gráfico 8: cesión global de activo y pasivo sin liquidación.....</b>	<b>39</b>
<b>Gráfico 9: cesión global de activo y pasivo con liquidación .....</b>	<b>39</b>
<b>Gráfico 10: escisión total por creación de nuevas sociedades.....</b>	<b>42</b>
<b>Gráfico 11: escisión total por absorción .....</b>	<b>43</b>
<b>Gráfico 12: escisión parcial por creación de una nueva sociedad.....</b>	<b>44</b>
<b>Gráfico 13: escisión parcial por absorción.....</b>	<b>44</b>
<b>Gráfico 14: segregación .....</b>	<b>45</b>

# **Las Operaciones Societarias y los Derechos de los Socios Minoritarios**

## **I Resumen**

En este trabajo fin de grado se analizan las formas de proteger los derechos de los distintos socios minoritarios en las operaciones societarias más relevantes contempladas a luz del Derecho de Sociedades. Las operaciones societarias que se van a analizar, especialmente las modificaciones estructurales, son complejas y constituyen situaciones en las que no siempre se tienen presentes los intereses de todos los socios. Por ello, se expondrán los riesgos de cada una de ellas respecto a los socios minoritarios y, además, se hará un análisis de los medios que la legislación mercantil brinda a los minoritarios como mecanismo de protección: consejeros independientes, códigos de buen gobierno, derecho de separación de la sociedad, pactos parasociales, entre otros.

## **II Palabras clave**

*“Derecho Mercantil”, “sociedades”, “operaciones societarias”, “aumento de capital”, “operación acordeón”, “fusión”, “adquisición”, “cesión global del activo y pasivo”, “escisión” “derechos”, “socios minoritarios”, “socios mayoritarios”, “consejos de administración”, “junta general” “dividendos”, “pactos parasociales”, “derecho de separación”, “consejeros independientes” y “financiación sindicada”.*

## **III Abstract**

In this final degree project, the means of protecting the rights of the minority shareholders in the most relevant corporate transactions contemplated in the Spanish Company Law

will be assessed. The corporate operations that are going to be analyzed, especially the structural modifications, are complex and constitute situations in which the interests of all the partners are not always considered. Therefore, the risks of each one of them will be exposed regarding the minority shareholders and, in addition, an analysis will be made of the means that corporate legislation offers to the minority shareholders as protection mechanisms: independent directors, codes of good governance, right of separation of the company, extra-statutory agreement, among others.

#### **IV Keywords**

*“Commercial Law”, “companies”, “corporate operations”, “capital increase”, “accordion operation”, “merger”, “acquisition”, “global assignment of assets and liabilities”, “spin-off”, “rights”, “minority shareholders”, “majority shareholders”, “boards of directors”, “general meeting”, “dividends”, “extra-statutory agreement”, “right of separation” and “syndicated financing”.*

#### **V Abreviaturas**

AAP: Auto de la Audiencia Provincial.

Art.: artículo.

CC: Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil.

*Cit.*: citado previamente.

Coord.: coordinador.

CP: La Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal.

Dir(s).: director(es).

Directiva de Opas: Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición.

FROB: Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria.

IPO: *Initial Public Offering*.

LBO: *Leveraged Buyout*.

LC: Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.

LME: Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.

LMV: Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

LSA: Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

LSC: Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

M&A: fusión y adquisición y operaciones asimilables.

OPA (u opa): Oferta Pública de Adquisición.

P(p).: página(s).

RDGRN: Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado.

RRM: Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil.

SA: sociedad(es) anónima(s).

SAP: Sentencia de la Audiencia Provincial.

SJM: Sentencia del Juzgado de lo Mercantil.

SL: sociedad(es) de responsabilidad limitada.

Ss.: siguientes.

STS: Sentencia del Tribunal Supremo.



## **INTRODUCCIÓN**

En este trabajo fin de grado se estudian los derechos de los socios minoritarios especialmente en relación con las operaciones societarias (aumento de capital, operación acordeón, fusión, cesión global del activo y el pasivo y la escisión). Con este fin se describen cada una de dichas operaciones analizando aquellos aspectos críticos para los socios minoritarios. Además, se hace referencia a las facultades o derechos concretos que los minoritarios pueden ejercitar, a los requisitos de quorum requeridos para la válida constitución de las juntas y adopción de acuerdos para llevar a efecto las operaciones societarias, al derecho de suscripción o asunción preferente en los casos de aumento de capital y al derecho de separación.

La situación económico-financiera de las sociedades tiene efecto sobre los socios y, especialmente, sobre los minoritarios. En este sentido, estudiamos la falta de distribución de dividendos y el derecho de separación del socio, con un enfoque crítico respecto a su regulación actual, y la financiación sindicada de las sociedades por las repercusiones que tienen en el ámbito interno de las entidades prestatarias.

Con el fin de completar el estatus del socio minoritario en las sociedades de capital, se incluyen unas consideraciones en relación con el órgano de administración: la participación de la minoría en el nombramiento de consejeros, la figura del consejero independiente y, en general, los códigos de buen gobierno corporativo por lo que pueden aportar a mejorar la transparencia e información de las sociedades cotizadas que redunde en favor de los accionistas.

Al margen de las previsiones legales y estatutarias, los derechos de los socios minoritarios pueden encontrar una vía válida de regulación a través de los pactos parasociales y, sobre todo, constituir un medio para tratar de evitar conflictos entre mayoritarios y minoritarios en el seno de las sociedades. Por ello, nos referiremos a los pactos parasociales y a su eficacia.

No podemos dejar de mencionar que las operaciones societarias tienen una importante trascendencia no solo en el ámbito mercantil sino también en otras disciplinas. Tienen una conexión decisiva con la contabilidad financiera y la necesidad de que esta refleje la

imagen fiel de la sociedad y la experiencia demuestra que no siempre lo hace<sup>1</sup>, o la contabilidad de gestión que aún tiene margen de mejora en estas operaciones<sup>2</sup>. Asimismo, hay cuestiones laborales relevantes que deben tenerse en cuenta en estas operaciones como la información y responsabilidades<sup>3</sup>, así como el choque cultural de los trabajadores ante estos cambios, que pueden incidir en la ejecución de la operación<sup>4</sup>. En ocasiones, también pueden intervenir y entorpecer la operación las autoridades de competencia<sup>5</sup>; además, en el caso de sectores regulados, hay intervención administrativa<sup>6</sup>, que puede ser cuestionable en alguna ocasión<sup>7</sup>. Finalmente, los aspectos fiscales tienen gran repercusión<sup>8</sup>.

No obstante, puesto que este trabajo es de Derecho Mercantil, nos centraremos en los aspectos societarios, aunque se harán menciones a otros aspectos relacionados con esta temática, como son las compras apalancadas, el concurso de acreedores o la financiación sindicada.

Para la elaboración del trabajo se ha seguido como metodología de investigación un análisis de diversos documentos doctrinales, legales, jurisprudenciales y administrativos, entre otros.

---

<sup>1</sup> García Llana, R., “La contabilidad en la adquisición de empresas”, en Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2016, Las Rozas (Madrid), España: Wolters Kluwer España, pp. 983 y ss., pp. 989.

<sup>2</sup> Escobar, B., y Lobo, A., *Fusiones y adquisiciones de Empresas: Su impacto sobre los sistemas de control*, 2005, Sevilla, España: Universidad de Sevilla, pp. 99 y ss., pp.133-136.

<sup>3</sup> García-Perrote, I. y Barros, M., “Aspectos laborales de las adquisiciones de empresas”, en Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2016, Las Rozas (Madrid), España: Wolters Kluwer España, pp. 1047 y ss., pp. 1052 y 1053.

<sup>4</sup> Castro, C., “Dirección del conflicto cultural en fusiones y adquisiciones”, *Investigaciones europeas de dirección y economía de la empresa*, 2003, vol. 9, no 2, pp. 129-150.

<sup>5</sup> Gutiérrez, A. y Arranz, T., “El control de las concentraciones económicas por las autoridades de defensa de la competencia”, en Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2016, Las Rozas (Madrid), España: Wolters Kluwer España, pp. 901 y ss., pp. 905-907.

<sup>6</sup> Herrero, M., “Consideraciones jurídico-administrativas en relación con las fusiones y adquisiciones de empresas: sectores regulados y condiciones generales”, en Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2016, Las Rozas (Madrid), España: Wolters Kluwer España, pp. 1075 y ss., pp. 1079 y 1080.

<sup>7</sup> El Gobierno tendrá la última palabra en la OPA de Atlantia sobre Abertis (7 de diciembre de 2017). Libre Mercado. Recuperado de <https://www.libremercado.com/2017-12-07/el-gobierno-tendra-la-ultima-palabra-en-la-opa-de-atlantia-sobre-abertis-1276610328/> visto el 18/02/2018.

<sup>8</sup> López Pombo, D., “Aspectos fiscales de las adquisiciones de empresas”, en Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2016, Las Rozas (Madrid), España: Wolters Kluwer España, pp. 1013 y ss., pp. 1018 y 1019.

## **DESARROLLO**

### **1 Derechos de los socios minoritarios en relación con las operaciones societarias**

#### **1.1 Conceptualización**

Se exponen en primer lugar, las facultades de los socios minoritarios para ejercer determinados derechos fundamentalmente en relación con la celebración de las juntas generales que aprueben las operaciones societarias y con la impugnación de los acuerdos sociales. Asimismo, se indican los quorum para la válida constitución y adopción de acuerdos de las juntas a efectos de las modificaciones estatutarias y estructurales que implican las operaciones objeto de estudio. En los supuestos de aumento de capital deberá tenerse en cuenta el derecho de suscripción o asunción preferente de los socios, en los casos en que proceda. Finalmente, se recogen los supuestos que dan lugar al derecho de separación del socio disidente.

#### **1.2 Derechos de los socios minoritarios**

Junto a los derechos individuales del socio (que disfruta a título individual), la ley reconoce una serie de derechos al socio o a los socios que, de forma individual o conjunta, sean titulares del porcentaje mínimo del capital social que se indica en la tabla que figura en el presente epígrafe. La doctrina los denomina derechos de la minoría. Son medidas de tutela del socio<sup>9</sup>, es decir, su finalidad es la protección de los socios minoritarios y en la sociedad anónima, con carácter general, se exige la titularidad de, al menos, el 5% del capital social para su ejercicio. En materias como la impugnación de los acuerdos de la

---

<sup>9</sup> Broseta Pont, M y Martínez Sanz, F., *Manual de Derecho de Derecho Mercantil Volumen I*, 2017, Madrid, España: Editorial Tecnos, pp. 402 y ss., p. 413.

junta general, se limita la legitimación activa a los socios que representen, individual o conjuntamente, el 1% del capital social (1 por 1000 en sociedades cotizadas) con el fin de evitar posibles impugnaciones infundadas teniendo en cuenta, además, la inseguridad que dichas acciones generan sobre los acuerdos sociales.

Por lo que se refiere a las sociedades cotizadas, en atención a la mayor dispersión en la propiedad de su capital social, la Comisión de Expertos en materia de gobierno corporativo que redactó el Código Unificado consideró conveniente reducir el porcentaje del 5% para facilitar el ejercicio de estos derechos por parte de los accionistas. En este sentido, y dado que la normativa del mercado de valores fija el porcentaje del 3% para la calificación de una participación en una sociedad cotizada como significativa, recomendó utilizar este mismo porcentaje para el ejercicio de los derechos de la minoría en la sociedad anónima cotizada. Así se ha recogido en la redacción de los artículos 495.2 y 519 LSC<sup>10</sup>.

**Tabla 1: derechos de los socios minoritarios**

<b>Derecho de la minoría</b>	<b>Artículo LSC</b>	<b>Capital mínimo exigido para su ejercicio</b>
Solicitud de convocatoria de junta	168 LSC 495.2.a) LSC	5% SA y SRL) 3% SA cotizada
Complemento del orden del día de la junta	172 LSC 519.1 LSC	5% SA 3% SA cotizada
Asistencia a junta	179 LSC	1 por 1000 límite de exigencia SA Todos los socios SRL
Solicitud de prórroga de la sesión de la junta	195.2 LSC	25% capital presente SA y SRL

<sup>10</sup> Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo, Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas, 2013, recuperado de [https://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/codigogov/cegc\\_estmodif\\_20131014.pdf](https://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/codigogov/cegc_estmodif_20131014.pdf) visto el 16/03/2018, pp.15 y ss., p.16.

No procede la denegación de información sobre asuntos incluidos en orden del día de la junta	196 LSC 197 LSC	25% SRL 25% SA
Solicitud de acta notarial de la junta	203 LSC	1% SA 5% SRL
Presentación de nuevas propuestas de acuerdos para la junta SA cotizada	519.3 LSC	3% SA cotizada
Impugnación de acuerdos de la junta general	206 LSC 495.2.b) LSC	1% SA y SRL. Los acuerdos contrarios al orden público, cualquier socio. 1 por 1000 SA cotizada
Solicitud de nombramiento de experto independiente en aportaciones no dinerarias: alteración significativa de su valor ya determinado.	69 b) LSC 495.2.a) LSC	5% SA 3% SA cotizada
Impugnación de acuerdos del consejo de administración o de cualquier otro órgano colegiado de administración	251 LSC 495.2. b) LSC	1% SA y SRL 1 por 1000 SA cotizada
Oposición a la transacción o renuncia de la acción social de responsabilidad contra administradores.	238.2 LSC 495.2.a) LSC	5% SA y SRL 3% SA cotizada
Ejercicio de acciones de responsabilidad contra los administradores cuando no se convoque la junta solicitada a tal fin,	239.1 LSC 495.2.a) LSC	5% SA y SRL 3% SA cotizada

cuando la sociedad no entablare la acción en el plazo de un mes o cuando el acuerdo sea contrario a la exigencia. Posibilitar de ejercitar directamente la acción cuando se fundamente en infracción del deber de lealtad sin someterlo a la junta.		
Solicitud al RM de nombramiento de auditores de cuentas en sociedad obligada a auditoría.	265.1 LSC	Cualquier socio
Solicitud al RM de nombramiento de auditores de cuentas en sociedad NO obligada a auditoría.	265.2 LSC 495.2.a) LSC	5% S.A. y SRL 3% SA cotizada
Concurriendo justa causa, petición de revocación del auditor designado y nombramiento de otro.	266.1 LSC 495.2.a) LSC	5% SA y SRL 3% SA cotizada

*Fuente: elaboración propia*

Respecto al fundamento de estos derechos, hay que tener en cuenta que el estatuto jurídico del socio se basa en los principios de igualdad de trato, proporcionalidad e inescindibilidad. El principio de igualdad de trato en cuanto los socios son partes del contrato de sociedad, iguales con independencia de lo que aporten. Este principio supone una limitación al abuso de derecho cuando el acuerdo mayoritario tiene como finalidad causar un perjuicio a la minoría. El principio de proporcionalidad debe entenderse referido a la proporcionalidad entre aportación de capital social y titularidad de acciones o participaciones, así como a la proporcionalidad entre el número de acciones o participaciones que tenga un socio y la extensión con la que el socio puede ejercer sus derechos en relación con la sociedad. Los principios de igualdad de trato y

proporcionalidad son complementarios y así se explica que determinados derechos sólo pueden ser ejercidos si, de forma individual o conjunta, el socio o los socios son titulares de determinados porcentajes del capital social (derechos de la minoría). El principio de inescindibilidad quiere decir que los derechos deben ser ejercidos por el socio de forma coherente.

Por nuestra parte, sugerimos que, en vez de hacer una atribución de derechos de las minorías por razón de tipos societarios (sociedad limitada, anónima y anónima cotizada), se atendieran también a otros criterios (cifra del capital social, volumen de negocio, número de accionistas, actividad de la sociedad) que permitiesen adaptarse a la diversidad de sociedades existentes y fijar unos porcentajes coherentes en cada caso.

### **1.3 Quorum de constitución y adopción de acuerdos en la junta general**

#### **1.3.1 Quorum de constitución de la junta general en la sociedad anónima**

- Art. 193 LSC: constitución de la junta de la sociedad, debe de estar presente o representado el 25% del capital suscrito que tenga derecho de voto, pero los estatutos pueden fijar un quorum mayor. En segunda convocatoria no se requiere ningún porcentaje, a no ser que los estatutos dispongan lo contrario.
- Art. 194 LSC: aumento o reducción de capital, modificación estatutaria, emisión de obligaciones, supresión o limitación del derecho de adquisición preferente de nuevas acciones, transformación, fusión, escisión o cesión global de activo y pasivo y traslado de domicilio al extranjero: debe de estar presente o representado el 50% del capital suscrito con derecho de voto y el 25% en segunda convocatoria. Los estatutos pueden incrementar el quorum.

#### **1.3.2 Adopción de acuerdos en la sociedad anónima**

**Tabla 2: potestades del accionista según su porcentaje de capital social**

51%	2/3
<p>Art. 201.1 LSC: Supuesto general: los acuerdos sociales se adoptan por mayoría simple de los votos de los accionistas presentes o representados (más votos a favor que en contra). No se tienen en cuenta las abstenciones, votos nulos o en blanco. Esta es la mayoría ordinaria. Se aplica en defecto de quorum reforzados exigidos por la Ley o por los estatutos.</p>	
<p>Art. 201.2 LSC: para la adopción de acuerdos del art. 194 LSC, si el capital presente o representado supera el 50%, bastará mayoría absoluta. También se requiere la mayoría absoluta para que la junta adopte acuerdos sobre otras materias (acuerdo de disolución de la compañía, previsto en el art. 368 LSC, o con el de su reactivación, dispuesto en el art. 370.2 LSC) ya que hay una remisión legal al régimen de modificación de los estatutos sociales.</p>	<p>Art. 201.2 LSC: para acuerdos del 194 LSC, se requiere el voto favorable de 2/3 del capital presente o representado cuando en 2ª convocatoria concurren accionistas que representen el 25% o más del capital suscrito con derecho de voto sin alcanzar el 50%.</p>
	<p>Art. 515 LSC: cuando la sociedad ofrezca a los accionistas la posibilidad de votar por medios electrónicos, el plazo mínimo de convocatoria de una junta general extraordinaria es de 15 días. Este plazo se</p>

	puede reducir por acuerdo expreso de 2/3 del capital suscrito con derecho a voto.
	Art. 11 bis.2 Ley de Arbitraje <sup>11</sup> : necesaria la mayoría de 2/3 pero tomando como referencia la totalidad del capital social, para la introducción en los estatutos de una cláusula de sumisión a arbitraje.
Los estatutos sociales pueden elevar las mayorías previstas legalmente. Esta regla general tiene excepciones: no podrá exigirse una mayoría superior a la ordinaria para acordar el ejercicio de la acción social de responsabilidad (art. 238.1 LSC) ni para decidir la separación de los administradores.	

*Fuente: elaboración propia*

### **1.3.3 Quorum y adopción de acuerdos en la sociedad limitada**

En el caso de las sociedades limitadas no hay como tal un mínimo de quorum exigido por la LSC para constituir la junta. Para la adopción de acuerdos, como norma general, se requiere mayoría simple siempre que ésta represente al menos 1/3 del capital social (art. 198 LSC). Se exige mayoría absoluta para el aumento o reducción de capital o la modificación de los estatutos (art. 199 a) LSC). Por otra parte, para acordar la supresión o limitación del derecho de preferencia en los aumentos de capital, modificaciones estructurales, el traslado del domicilio al extranjero y la exclusión de socios es necesario que voten a favor al menos 2/3 del capital social (art. 199. b) LSC). Todo esto sin perjuicio

---

<sup>11</sup> Ley 60/2003, de 23 de diciembre, de Arbitraje.

de lo que los estatutos pueden reforzar estas mayorías sin llegar a exigir la unanimidad (art. 200 LSC).

#### **1.4 Derecho de suscripción o asunción preferente**

A tenor de lo establecido en los arts. 295 y 304 de la LSC, se reconoce a los socios el derecho de suscripción o asunción preferente en los aumentos de capital con emisión de nuevas participaciones sociales o de nuevas acciones con cargo a aportaciones dinerarias, excluyéndose, por tanto, tal derecho legalmente en los casos de aumento de capital cuyo contravalor sean aportaciones no dinerarias o compensación de créditos. La razón de ello es que las nuevas acciones o participaciones son para quienes realicen la aportación no dineraria o para quienes sean titulares del derecho de crédito, lo cual es incompatible con el derecho de suscripción o asunción preferente de todos los socios

El caso de la compensación de créditos es complejo ya que debe examinarse la situación previa de desequilibrio patrimonial de la sociedad (desfase entre el valor real de las acciones o participaciones con anterioridad al aumento del capital y el valor nominal de las acciones que se entregan en canje) ya que puede haber relaciones de canje (cuando el tipo de emisión es inferior al valor real) que supongan una dilución patrimonial que perjudique a los anteriores socios y otras que afectan a la integridad del capital social (si las acciones o participaciones se emiten por el valor real) que harían necesario realizar un reajuste previo del desequilibrio patrimonial (reducción de capital rebajando el valor nominal de las acciones o participaciones)<sup>12</sup>. Por otra parte, se ha estudiado cómo son estructuralmente diferentes el aumento de compensación de créditos contra la sociedad y el aumento de capital mediante la aportación de un crédito que el suscriptor (socio) tiene frente a un tercero y que aporta como contrapartida en el aumento de capital<sup>13</sup>.

---

<sup>12</sup> Fernández del Pozo, L., “Aumento de capital por compensación de créditos y desequilibrio patrimonial de la sociedad deudora. La "preceptiva" reducción de capital social previa”, *La Ley mercantil*, 2014, no 8, pp. 20-28.

<sup>13</sup> Gandía Pérez, E., “Derecho de suscripción preferente en el aumento de capital por compensación de créditos: A propósito de la SAP Madrid, de 26 de octubre de 2015 (AC 2016, 94)”, *Revista de derecho de sociedades*, 2016, no 48, pp. 351-377.

En el caso de emisión de nuevas acciones o participaciones con cargo a reservas (que en todo caso debe acordarse por la junta con los requisitos exigidos para el aumento de capital), el socio tiene el derecho de asignación gratuita de acciones o participaciones, que aparece mencionado en el art. 306.2 párrafo segundo LSC, cuando se declara su transmisibilidad en la sociedad anónima al igual que ocurre con el derecho de suscripción preferente<sup>14</sup>.

El fundamento del derecho de suscripción o asunción preferente es que el socio mantenga el valor relativo de su participación en el capital social evitando que se diluya por el aumento. De esta forma, no se reducirán sin su consentimiento, sus derechos políticos, pues tendrá el mismo porcentaje en el capital social que antes del aumento, (y de este porcentaje depende no sólo el derecho de voto, sino el resto de derecho de los minoritarios, según lo ya expuesto) ni sus derechos patrimoniales, ya que el valor real de su participación (en función del patrimonio y las reservas) podrían resultar perjudicadas si las nuevas acciones o participaciones son emitidas a un precio que no se corresponde con el verdadero valor al producirse un “aguamiento” de las antiguas, porque habrá mayor número de acciones o participaciones sobre un patrimonio que habrá aumentado en menor proporción que el capital<sup>15</sup>.

Por tanto, dicho efecto de “aguamiento” se dará en los aumentos realizados con cargo a aportaciones no dinerarias y por compensación de créditos (el acreedor se convierte en socio) pues ya hemos visto como el derecho de suscripción preferente resulta incompatible en tales casos por cuanto las nuevas acciones o participaciones se destinan a quien vaya a realizar la aportación no dineraria o al titular del derecho de crédito. Pero, asimismo, puede producirse el “aguamiento” o dilución en el caso de aumento con aportaciones dinerarias sin motivo acordada por los socios mayoritarios con la intención de diluir a los minoritarios al no poder estos hacer uso del derecho de suscripción o asunción preferente por las razones que fueren.

Se ha llegado a discutir la razonabilidad de la exclusión legal realizada en virtud del art. 304 LSC en contraposición con el régimen existente con anterioridad en el art. 159 LSA,

---

<sup>14</sup> Broseta Pont y Martínez Sanz, *cit.*, pp. 513 y ss., p. 527. En este mismo sentido, se pronuncia la SAP de Madrid, de 13 de marzo de 2007.

<sup>15</sup> Uría, R., Menéndez, A., García de Enterría, J., “La sociedad anónima: la modificación de los estatutos sociales”, en Uría y Menéndez (Dir.), *Curso de Mercantil I: Segunda Edición*, 2006, Cizur Menor (Navarra), España: Editorial Aranzadi, pp. 1023 y ss., pp. 1042-1044.

al entenderse que se reconocía a todos los socios este derecho pero que la junta general por razones de interés social podía acordar su exclusión, teniendo en cuenta que sólo determinadas personas, socios o terceros, podían realizar la aportación que reportase un beneficio para la sociedad. Por nuestra parte, consideramos acertadas esas opiniones y sostenemos que debería modificarse este extremo para retomar lo previsto en la LSA porque protege en mayor medida a los socios minoritarios sobre la base del interés social<sup>16</sup>.

## **1.5 Derecho de separación de los socios**

Tanto en la sociedad anónima como en la limitada, determinados acuerdos dan lugar a que los socios que no hayan votado a favor pueden separarse de la sociedad. El derecho de separación de los socios disconformes opera como compensación a la posibilidad de la junta de adoptar acuerdos por mayoría. Además de las causas recogidas en el art. 346 LSC (entre las que se encuentra la sustitución o modificación sustancial del objeto social), la LSC (art. 348 bis) reconoce dicho derecho al socio en el caso de falta de distribución de dividendos, supuesto al que nos referimos más adelante (epígrafe 2.1.), y la LME regula el derecho de separación de los socios disconformes en los supuestos de transformación de la sociedad (art. 15.1 LME), de fusión transfronteriza intracomunitaria cuando la sociedad resultante tenga su domicilio en otro Estado miembro distinto del español (art. 62 LME) o de traslado del domicilio social al extranjero (art. 99 LME). La regulación legal del derecho de separación en relación con la fusión y la transformación nos parece incoherente, según exponemos al tratar la fusión (epígrafe 1.7).

## **1.6 La operación acordeón**

---

<sup>16</sup> Moya, J., “La exclusión legal del derecho de preferencia en los aumentos de capital con cargo a aportaciones no dinerarias o por compensación de créditos a la luz de la ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles y de la ley de sociedades de capital”, *Revista Aranzadi Doctrinal*, 2010, no 8, pp. 25-36.

La operación acordeón es una práctica que combina una reducción del capital social por debajo del mínimo legal (que en las SA es de 60.000 € y en las SL de 3.000 €, art. 4.1 y 4.3 LSC), para compensar pérdidas; seguido de un aumento simultáneo del capital social, para evitar incurrir en una causa de disolución de pleno derecho (art. 363.1 d) LSC). Esta práctica, que ha sido muy utilizada por el sector bancario para resolver situaciones de insolvencia de sociedades y hacer posible su continuidad, se encuentra regulada en los arts. 343 a 345 LSC<sup>17</sup>. Recibe el seudónimo de acordeón, porque el capital “se encoge y se ensancha” sucesivamente como el fuelle que proporciona aire al instrumento musical acordeón.

Las pérdidas continuadas de gestión pueden llevar a una mala situación a la sociedad. El momento más importante para tratar la viabilidad se produce cuando el patrimonio neto, como consecuencia de las pérdidas acumuladas, se reduce por debajo de la mitad del capital social<sup>18</sup>. Entonces procede efectuar el aumento o reducción del capital social en la medida suficiente (363.1 d) LSC).

Una vez realizada la reducción del capital, una alternativa al aumento es acordar la transformación de la sociedad de anónima a limitada, por la ventaja de que las SL tienen menos exigencias de capital. Para desarrollar un objeto social es indiferente que la sociedad sea anónima o limitada exceptuando para algunas actividades, es decir, hay una polivalencia funcional de los tipos societarios. Otra alternativa de transformación societaria sería convertir la sociedad de capital en una sociedad personalista puesto que el Derecho Mercantil es mucho más flexible con estas últimas; no obstante, no es habitual en la práctica por el inconveniente que supone la pérdida del privilegio de tener responsabilidad limitada y es infrecuente actualmente encontrar este tipo de sociedades en el ámbito mercantil; esta posibilidad no interesaría a los socios minoritarios.

No obstante, pese a que esto supone no solo la pérdida de las inversiones de los socios sino una nueva aportación a la sociedad, estos deben de realizarla si desean evitar la disolución de la sociedad a la que estarían abocados. Todo ello sin perjuicio de que deba solicitarse el concurso de acreedores cuando proceda.

---

<sup>17</sup> Broseta y Martínez Sanz, *cit.*, p. 533.

<sup>18</sup> Sánchez-Graells, A., “Extinción de las Sociedades de Capital”, en Ibáñez (Coord.), *Fundamentos de Derecho Empresarial Tomo II: Derecho de Sociedades*, 2015, Cizur Menor (Navarra), España: Editorial Aranzadi, pp. 267 y ss., pp. 273 y 274.

Como cualquier modificación estatutaria queda reservada expresamente a la competencia de la junta general (art. 285.1 LSC). Además, debe de respetarse el derecho de suscripción preferente en las ampliaciones de capital enmarcadas en las operaciones acordeón (art. 343.2 LSC). En caso contrario, de reducirse el capital y suscribirse las nuevas acciones o participaciones por un tercero, los antiguos socios quedarían excluidos de la sociedad. Este derecho se encuentra recogido en el art. 93 b) LSC y existe posibilidad de transmitirlo de acuerdo con el art. 306 LSC.

Una forma de realizar el aumento de la operación es mediante la conversión de derechos de crédito en capital social, ya que la LSC permite hacer aportaciones de capital no dinerarias (arts. 63 a 65 LSC). En este sentido, la RDGRN, de 2 de marzo de 2011, respecto a la reducción del capital social en una sociedad limitada con simultáneo aumento del capital por compensación de créditos, indica que la circunstancia de haber sido adoptados por mayorías más o menos amplias y no por unanimidad obliga a extremar al máximo el respeto a las exigencias legales que tratan de garantizar los derechos de los socios que, en su caso, pierdan su posición en la sociedad; mientras que otros se mantendrán en ella mediante la conversión de sus créditos en cuotas representativas del capital social (con atribución, así, del valor de la sociedad patrimonialmente saneada).

En estas operaciones resulta decisivo el derecho de información de los socios minoritarios, por cuanto una práctica opresora característica consiste en la negación sistemática del derecho de información<sup>19</sup>.

Como se ha mencionado, esta operación societaria ha sido muy común en el sector bancario y lo sigue siendo, aunque actualmente por exigencias del derecho administrativo y comunitario. Un reciente caso sería la resolución del Banco Popular, en la que, por intervención del FROB, se aplicó esta operación dos veces seguidas<sup>20</sup>. Otros ejemplos de operaciones acordeón exigidas por el FROB al sector bancario serían la realizadas en

---

<sup>19</sup> Como declara la SJM nº 1 de Valencia de 13 de julio de 2007. Por su parte, la STS, del 16 de septiembre de 2000 declara que, si el accionista posee toda la información necesaria sobre la operación y pudiendo ejercitar el derecho de suscripción preferente en la junta de accionistas donde se apruebe la operación no lo hace, este derecho no se entenderá por excluido y por ende el acuerdo luego no podrá ser impugnado alegando este argumento. Por su parte, la STS 1171/2007, de 9 de noviembre, aclara que es indiferente que no se suscriba íntegramente el acuerdo de ampliación, mientras se supere el mínimo legal para que tenga validez el correspondiente acuerdo de reducción previo. Sí que es necesario que el balance que sirva de base para la operación sea verificado por los auditores de la sociedad.

<sup>20</sup> Resolución de la Comisión Rectora del FROB de fecha 7 de junio de 2017, pp. 7 y 8.

Bankia, Catalunya Caixa, Novagalicia y Banco de Valencia<sup>21</sup>. Otros ejemplos conocidos de esta operación en otros sectores en los últimos años han sido Abengoa y Pescanova.

## 1.7 Fusión

### 1.7.1 Concepto

La LME regula la fusión en el Título II y el art. 22 lo define como la integración en una única sociedad de dos o más sociedades que transmiten en bloque sus patrimonios atribuyendo a los socios de las sociedades que se extinguen las participaciones o acciones de la sociedad resultante, sea esta de nueva creación o una de las que son objeto de fusión. Por lo tanto, en esta modalidad compleja de operación societaria que afecta a dos o más sociedades, se produce la extinción de al menos una de las sociedades, la integración por sucesión universal de sus patrimonios y la agregación de los socios. Esta agregación se ve afectada en dos niveles, siendo uno de ellos el patrimonio y el otro la estructura de propiedad de la sociedad resultante<sup>22</sup>.

En relación con los derechos de los socios minoritarios, el régimen general de fusiones no da derecho de separación a los socios disidentes (los que votan en contra) salvo en la fusión transfronteriza intracomunitaria cuando la sociedad resultante tenga su domicilio en otro Estado miembro distinto del español, de igual manera que se reconoce el derecho de separación al socio en el caso de traslado del domicilio social al extranjero. En cambio, sí que hay derecho de separación en la transformación, lo que está justificado en los casos en que una sociedad capitalista se transforme en personalista pues el régimen de responsabilidad de los socios se verá profundamente modificado, aunque no siempre opera esta transformación, sin embargo, la ley no distingue otorgando a los socios que hubieran votado en contra del acuerdo el derecho de separación sin matizar en función

---

<sup>21</sup> Alba, M., La sangría del FROB: sólo recupera 2,1 millones de los 40.000 inyectados a las cajas nacionalizadas en 2012. *Vozpópuli*, 30 de julio de 2013, recuperado de [https://www.vozpopuli.com/economia-y-finanzas/FROB-Novagalicia-Catalunya\\_Banc-Antonio\\_Carrascosa\\_0\\_610738953.html](https://www.vozpopuli.com/economia-y-finanzas/FROB-Novagalicia-Catalunya_Banc-Antonio_Carrascosa_0_610738953.html) visto el 8/04/2018.

<sup>22</sup> Campuzano, A. B., Sebastián Quetglas, R. y Tortuero, J. (Dir.), *Esquemas de adquisiciones de empresas*, 2017, Valencia, España: Tirant lo Blanch, pp. 147 y ss., p. 149.

del tipo societario de la nueva sociedad. Consideramos que la regulación de la fusión y la transformación en este aspecto debería ser coherente y si no se reconoce el derecho de separación al socio en el caso de la fusión tampoco procedería en la transformación, o si se reconoce en el supuesto visto de cambio de sociedad capitalista a personalista debería serlo en ambas operaciones societarias.

Respecto a la información de los socios, además del informe que deben hacer los administradores, el registrador mercantil nombra expertos independientes que den su opinión profesional sobre la operación cuando alguna de las sociedades participantes sea anónima o comanditaria por acciones (art. 34.1 LME). Pese a que se acuerde por unanimidad por la junta que no haya informe, este será aun así obligatorio si el adquirente se apalanca y además se deberá indicar en el informe si se considera que ha habido o no asistencia financiera<sup>23</sup>.

El socio que se considere perjudicado puede impugnar el balance si está en desacuerdo con el canje, pero la operación no se paraliza y además puede solicitar la asistencia de un experto independiente en la operación (art. 38 LME). Son los socios quienes deciden en junta general (aunque muy guiados frecuentemente por los administradores de la sociedad). Excepcionalmente, en el caso de que la sociedad absorbente sea propietaria de la totalidad de las acciones o participaciones de la absorbida o que ambas sean en su totalidad de un mismo socio, o en el caso de la absorbente que tenga el 90% o más del capital de la absorbida, no será necesario la celebración de las juntas generales (arts. 49, 50 y 52 LME), salvo que lo soliciten expresamente socios que representen el 1% del capital social (art. 51 LME). Es decir, en este último caso ese 10% restante de socios minoritarios no tendrían ni voz ni voto en la operación y por ello, aunque siempre pueden recurrirla ante los tribunales, responderá la fusión a lo que mejor considere el socio mayoritario<sup>24</sup>. En nuestra opinión ello es perjudicial para el socio minoritario si él no está interesado en que se realice la operación y le sitúa en una situación de indefensión. Debería, en nuestra opinión, reconocérsele el derecho de separación de la sociedad.

Por otra parte, hay casos especiales donde la LME (art. 41) exige para llevar a cabo la operación el consentimiento de los socios que en virtud de la fusión pasen a tener

---

<sup>23</sup> Vives Ruiz, F., “La fusión de sociedades”, en Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2016, Las Rozas (Madrid), España: Wolters Kluwer España, pp. 729-731, 739-741.

<sup>24</sup> Vives Ruiz, *cit.*, pp. 743-744.

responsabilidad ilimitada en la sociedad resultante; así como de aquellos socios que pierdan algún derecho especial como consecuencia de la fusión<sup>25</sup>.

Finalmente, en el caso de fusiones apalancadas reguladas en el art. 35 LME, como se apuntó es preceptivo el informe de expertos independientes y además tanto en este, como en el informe de los administradores y en el proyecto de fusión, se debe de tratar el tema de la asistencia financiera. La doctrina y del mismo modo el AAP de Madrid, de 9 de enero de 2007 declaran que no entra este supuesto dentro de la prohibición de la asistencia financiera de la LSC (arts. 143, 149 y 150). No obstante, el silencio legislativo deja cierta inseguridad<sup>26</sup>.

### **1.7.2 Modalidades de la fusión**

Existen dos tipos de clasificaciones en relación con las distintas modalidades de fusión. La primera de ellas, que se detalla en los próximos subapartados y se regula en el art. 23 LME, atiende al método empleado para llevar a cabo la operación distinguiendo entre fusión por absorción y por creación de una nueva entidad. En nuestra opinión, además, se debería de añadir la operación denominada *dual-head*. La segunda clasificación atiende al porcentaje de participación, se recoge en los arts. 49 a 52 LME, y divide a las fusiones entre: impropia o abreviada, inversa, gemelar y por absorción de una sociedad participada al 90%<sup>27</sup>.

#### **1.7.2.1 Fusión por absorción**

Una o varias sociedades son absorbidas por otras ya existentes, la cual adquiere por sucesión universal los patrimonios de las absorbidas, siendo el resultado final la extinción

---

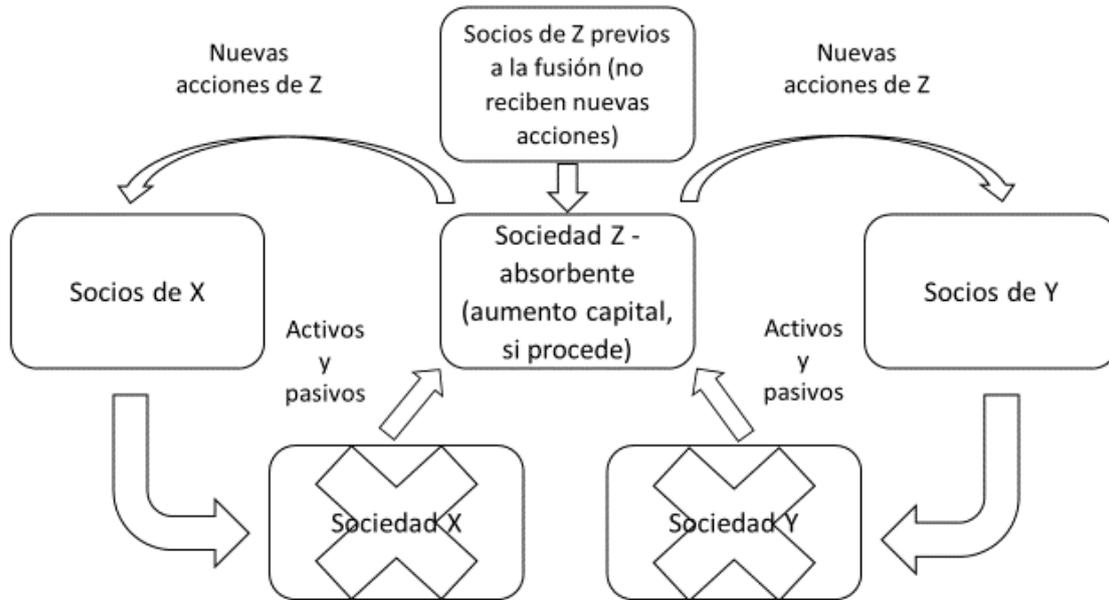
<sup>25</sup> Vives Ruiz, *cit.*, pp. 745-749.

<sup>26</sup> Vives Ruiz, F., “Las fusiones apalancadas (art. 35 de la Ley sobre Modificaciones Estructurales)”, en Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2016, Las Rozas (Madrid), España: Wolters Kluwer España, pp. 753 y ss., pp. 759-761.

<sup>27</sup> Campuzano, Sebastián Quetglas y Tortuero, *cit.*, pp. 150 y 151.

de las absorbidas y el aumento de capital de la absorbente para integrar a los socios de las absorbidas (art. 23.2 LME).

**Gráfico 1: fusión por absorción**

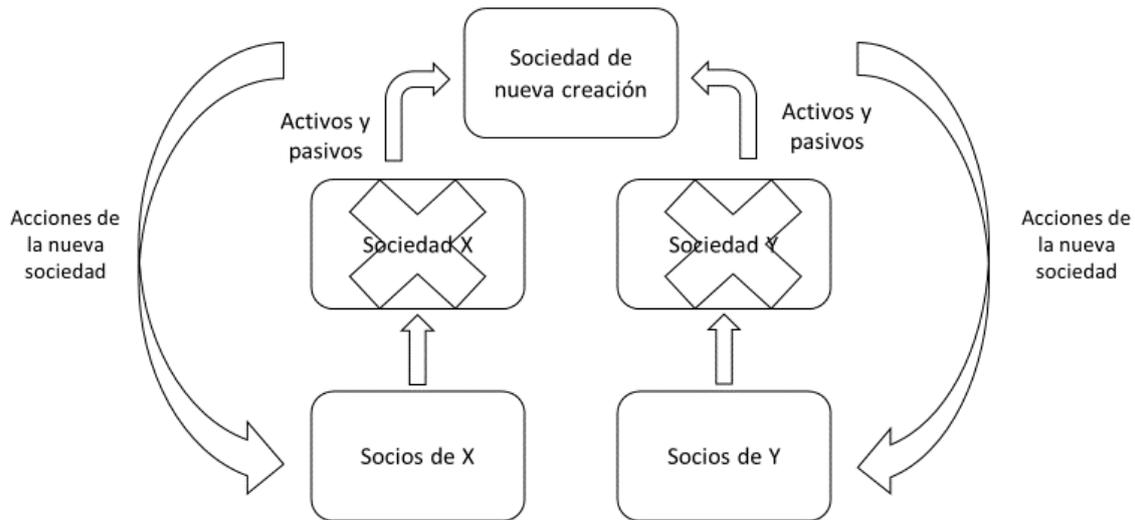


*Fuente: elaboración propia*

### 1.7.2.2 Fusión por creación de una nueva entidad

Se crea una nueva entidad y se produce la extinción de las sociedades fusionadas que transmitirán en bloque a esta nueva entidad, por sucesión universal, sus patrimonios (art. 23.1 LME).

**Gráfico 2: fusión por creación de una nueva entidad**



Fuente: elaboración propia

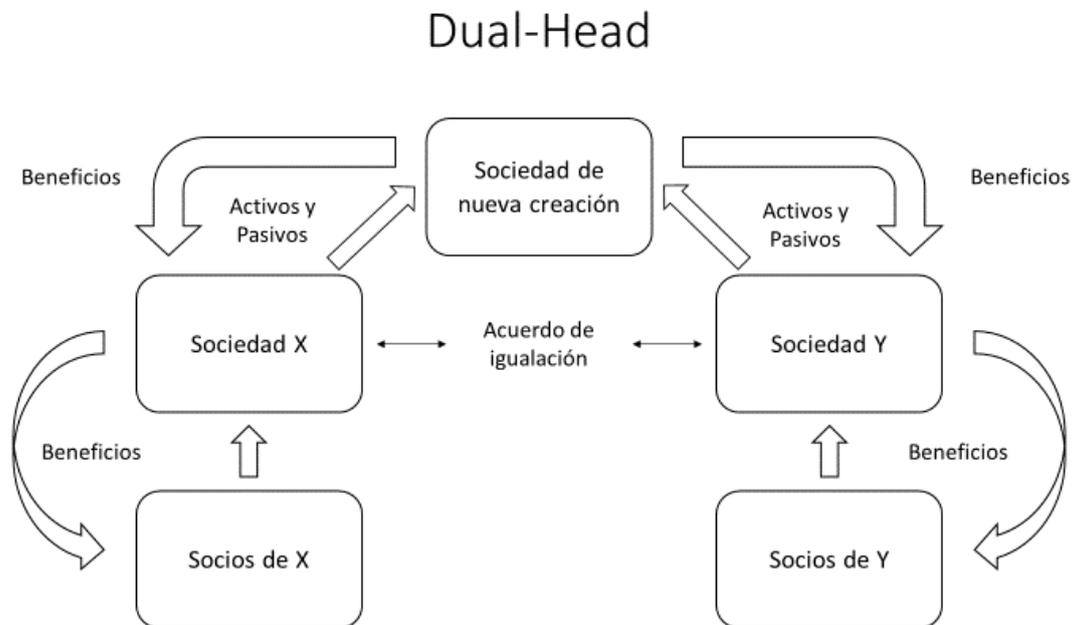
### 1.7.2.3 Dual-Head

En esta modalidad que, no está regulada en el derecho español, se combina el negocio, pero se mantiene la identidad corporativa de ambas sociedades. Aunque no es muy frecuente en la práctica, resulta útil sobre todo con entidades internacionales. Las sociedades intervinientes suelen suscribir un “acuerdo de igualación” (*equalisation agreements*). El problema es que suelen conllevar ciertas ineficiencias<sup>28</sup>.

Las ineficiencias derivan de que subsisten ambas sociedades y éstas tienen que ponerse de acuerdo en la gestión de la sociedad de nueva creación y responder a su vez ante los accionistas. Es complejo integrar los negocios manteniéndose ambas sociedades y frecuentemente hay duplicidad de órganos. Al final, como en todas las operaciones, los perjudicados en última instancia son los socios que, en el caso de los minoritarios y debido a las duplicidades societarias, tendrán aún una posición más diluida en la práctica y en especial si pertenecen a la sociedad con peores condiciones en el acuerdo de igualación.

<sup>28</sup> Diapositivas de la asignatura Fusiones y Adquisiciones, “Mergers and Acquisitions General Overview”, ICADE, 2017, recuperado de <http://www.iairgroup.com/phoenix.zhtml?c=240950&p=aboutoverview>, visto el 3/02/2018, p. 15.

**Gráfico 3: dual-head**



*Fuente: elaboración propia*

## 1.8 Adquisición

### 1.8.1 Concepto

En este caso, se realiza una compraventa de acciones, participaciones o de activos. Cada contrato tiene sus propias particularidades, por lo que no existen dos operaciones de adquisición iguales. El contrato de compraventa prevé la transmisión de las acciones o participaciones de la sociedad que vende a cambio de un precio que puede ser dinero, acciones o ambos, que satisface la sociedad compradora. No hay una regulación específica en cuanto al proceso de compraventa, salvo que la sociedad vendedora cotice en un mercado regulado, en cuyo caso se debe realizar una opa. Por tanto, es aplicable la normativa de derecho privado sobre contratos de compraventa, arts. 1445 y ss. del CC<sup>29</sup>.

<sup>29</sup> Campuzano, Sebastián Quetglas y Tortuero, *cit.*, pp. 25 y ss., pp. 27-29.

Esta modalidad es, en principio, más beneficiosa que la fusión para los socios minoritarios que no quieran vender, puesto que no se verán obligados a hacerlo, excepto si existen cláusulas de arrastre (que se trataran en el subapartado de OPAS). Frecuentemente cuando se adquiere más del 90% de una sociedad suele seguir a la adquisición una nueva operación, esta vez de fusión, regulada en el art. 50 LME. En este caso, se elimina el requisito de los informes de los administradores y de expertos sobre el proyecto de fusión, siempre que se haga una valoración razonable de las acciones de los socios minoritarios a adquirir en el plazo máximo en un mes desde que se inscriba la absorción. Para este contrato rige el principio de libertad de forma (art. 1278 CC), pero en la práctica es frecuente que se celebre por escrito y se formalice en instrumento público para dar seguridad a este tipo de operaciones tan complicadas y trascendentes<sup>30</sup>.

Las manifestaciones y garantías tienden a ser uno de los aspectos contractuales que requieren más atención. El derecho español carece, a diferencia del anglosajón, del deber por parte del vendedor de informar de buena fe sobre las circunstancias susceptibles de frustrar “*el propósito negocial perseguido con el contrato*”. Los mayores riesgos son los derivados de una incorrecta valoración de la sociedad adquirida, y de la falta de información por parte del comprador. El comprador puede perjudicar a sus propios socios mayoritarios o minoritarios con una mala inversión en la adquisición de otra sociedad ligada a una prodigalidad de dinero, una ampliación de capital sin buenos resultados que la justificasen, entre otras posibilidades<sup>31</sup>.

Un supuesto donde es cuestionable la valoración y posterior adquisición es el negocio de las redes sociales donde se invierten grandes cantidades, pese a no ser rentables, caso de LinkedIn<sup>32</sup> o Tuenti<sup>33</sup> (de hecho, está última fue posteriormente eliminada por Telefónica como red social por su inviabilidad)<sup>34</sup>.

---

<sup>30</sup> Campuzano, Sebastián Quetglas, y Tortuero, *cit.*, pp. 113 y ss., pp.113 y 114.

<sup>31</sup> García de Enterría, J., “Aspectos generales de las operaciones de adquisición de empresas”, en Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2016, Las Rozas (Madrid), España: Wolters Kluwer España, pp. 45 y ss., pp. 53-55.

<sup>32</sup> Microsoft cierra la compra de LinkedIn, *El Expansión*, 8 de diciembre de 2016, recuperado de <http://www.expansion.com/economia-digital/companias/2016/12/08/58499f3c468aeb38638b466f.html> visto el 27/02/2018.

<sup>33</sup> Del Castillo, I., Telefónica compra el 90% de Tuenti por 70 millones. *El Expansión*, 5 de agosto de 2010, recuperado de <http://www.expansion.com/2010/08/03/empresas/tmt/1280869139.html> visto el 5/03/2018.

<sup>34</sup> Telefónica cierra su segunda red social con Tuenti, *El Español*, 1 de febrero de 2016, recuperado de [https://www.elespanol.com/economia/20160201/98990226\\_0.html](https://www.elespanol.com/economia/20160201/98990226_0.html) visto el 31/03/2018.

## 1.8.2 Modalidades de la adquisición

De entre las distintas modalidades, la clasificación más importante es si la contraprestación consiste en dinero, acciones o ambas<sup>35</sup>. Además, trataremos algunos casos especiales que son La LBO y la OPA.

No obstante, se debe advertir de que existen vías alternativas para la adquisición y/o toma de control de una sociedad, como es el uso de instrumentos financieros derivados (en concreto, futuros, opciones y *swaps*), los prestamos valores o entre otros las prendas u usufructos de acciones o de participaciones. Por ello destaca la figura del voto vacío (separación entre propiedad y derecho de voto donde el tercero que toma el control puede adoptar decisiones que debido a sus intereses sean “*en perjuicio de otros socios o de terceros*”)<sup>36</sup>.

### 1.8.2.1 Dinero

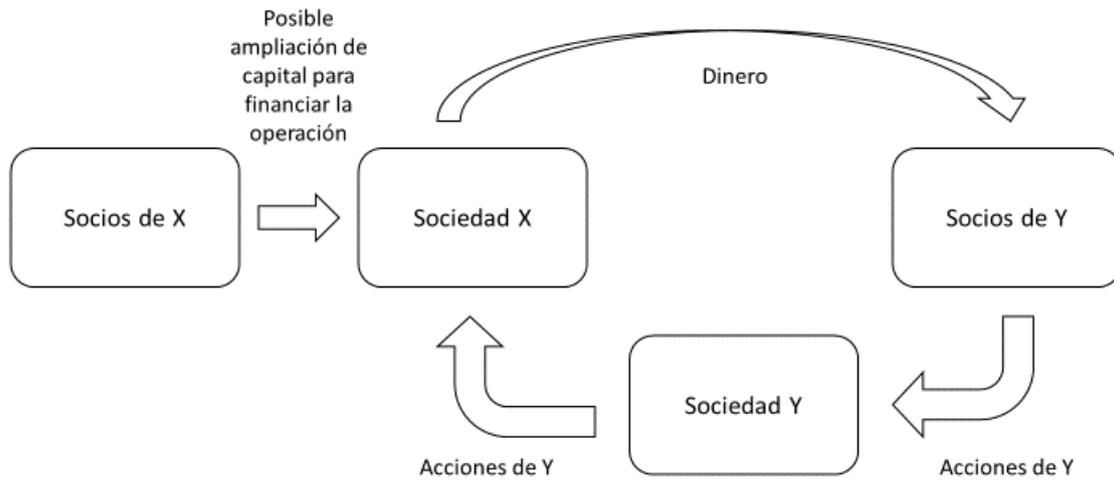
En este caso la contraprestación consiste en el pago con dinero a los accionistas de la sociedad adquirida, que muchas veces se consigue utilizando entre otras posibles fuentes de financiación, la ampliación de capital de la sociedad adquirente.

---

<sup>35</sup> Campuzano, Sebastián Quetglas y Tortuero, *cit.*, p. 113.

<sup>36</sup> Díaz, E., “La utilización de instrumentos financieros derivados en las tomas de control de empresas”, en Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2016, Las Rozas (Madrid), España: Wolters Kluwer España, pp. 625 y ss., pp. 631-633, 636-651.

**Gráfico 4: adquisición de sociedades con dinero**

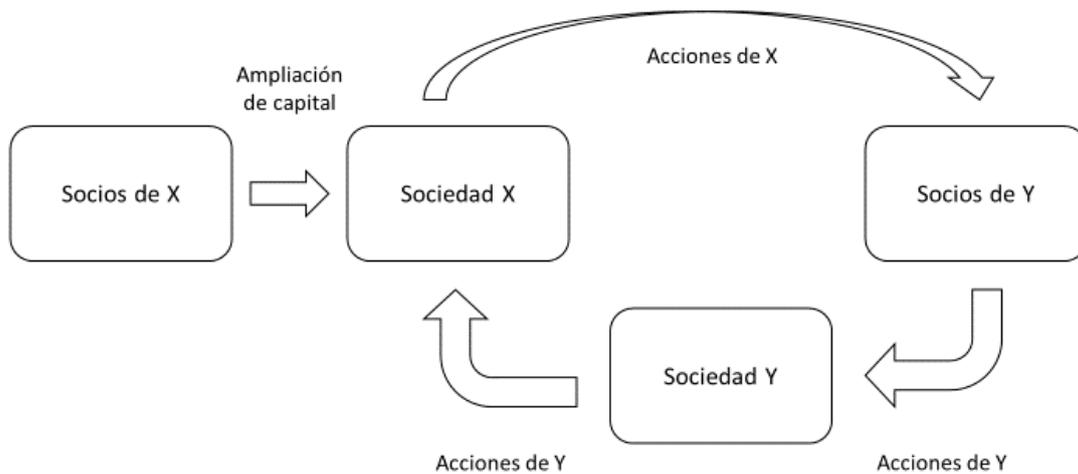


*Fuente: elaboración propia*

### 1.8.2.2 Acciones

En este caso, como el medio de pago son las acciones de la ampliación de capital de la sociedad adquirente, la propia ampliación para este fin lleva implícito la dilución de los socios de la sociedad adquirente, puesto que no podrán acudir a la ampliación.

**Gráfico 5: adquisición de sociedades con acciones**

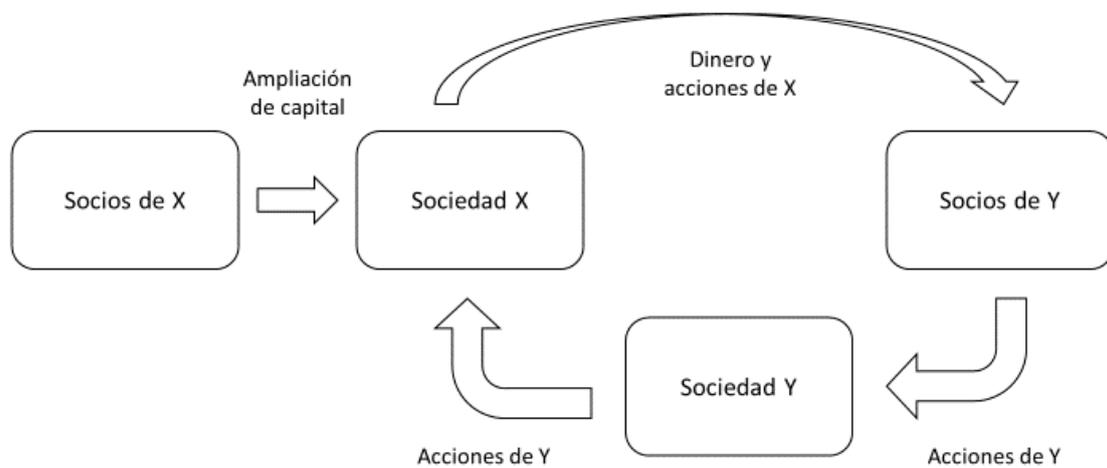


*Fuente: elaboración propia*

### 1.8.2.3 Mixtas

La contraprestación consiste tanto dinero como acciones y los accionistas se verán igualmente diluidos. Esta modalidad ha sido utilizada en la OPA de Hochtief (ACS) hacia Abertis<sup>37</sup>.

**Gráfico 6: adquisición de sociedades de forma mixta**



*Fuente: elaboración propia*

## 1.8.3 Casos especiales

### 1.8.3.1 Leveraged Buyout (LBO)

Pese a su supuesta prohibición se puede considerar una trampa para los descuidados, con diferentes posibles consecuencias y que puede condicionar mucho el futuro de la sociedad

<sup>37</sup> Hochtief, “Solicitud de autorización a la CNMV, 2017”, recuperado de [http://www.grupoacs.com/ficheros\\_editor/File/03\\_accionistas\\_inversores/05\\_hechos\\_relevantes/2017/2017\\_10\\_18\\_CNMV.pdf](http://www.grupoacs.com/ficheros_editor/File/03_accionistas_inversores/05_hechos_relevantes/2017/2017_10_18_CNMV.pdf) visto el 15/03/2018.

adquirida<sup>38</sup>. Al igual que en otras operaciones de adquisición una posible defensa del socio que no desea ni vender ni que entren nuevos socios sería el derecho de suscripción preferente, que también podría darse en las SA y no solo en la SL en virtud del art. 123 RRM<sup>39</sup>.

Según el AAP de Madrid del 9 de enero de 2007, esta supuesta prohibición es suplida por el art. 35 LME, sorteando así la prohibición de los arts. 143 y 150.1 LSC, al permitir con ciertas condiciones que dos o más sociedades se fusionen, cuando alguna haya adquirido deudas en los tres años anteriores para adquirir el control o activos esenciales de otra de las fusionadas<sup>40</sup>.

*“Incurrimos en asistencia financiera cuando existe intencionalidad de las partes por perjudicar intereses de accionistas minoritarios y terceros acreedores.”* Puesto que aumenta el riesgo de insolvencia y se reducen los dividendos. Además, una LBO es uno de los instrumentos más utilizados en las operaciones de *M&A* y es donde se respalda el pago de la deuda con la propia generación de fondos de la sociedad adquirida. El medio para sortear la prohibición de la asistencia financiera es la operación LBO *forward merger*<sup>41</sup>.

Un caso relativamente reciente es el concurso de acreedores de Toys R Us debido a entre otros motivos su elevada deuda que en gran parte se correspondía a su compra apalancada por parte de Bain Capital, KKR y Vornado Realty Trust<sup>42</sup>.

En el siguiente gráfico se puede ver de forma visual el proceso:

---

<sup>38</sup> Perdices, A., “Asistencia financiera y compra de empresa”, en Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2016, Las Rozas (Madrid), España: Wolters Kluwer España, pp. 307 y ss., p. 311.

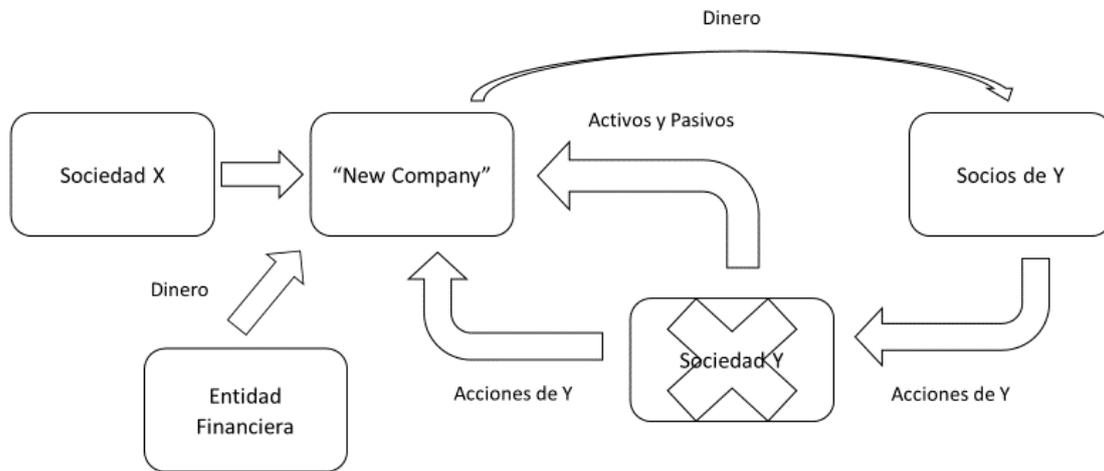
<sup>39</sup> Perdices, A., “Supresión de cláusulas restrictivas de la transmisibilidad de acciones y participaciones que reconocen derechos de adquisición preferente a los socios”, [entrada de un blog], *Almacén de Derecho*, de 31 de marzo de 2017, recuperado de <http://almacenederecho.org/supresion-clausulas-restrictivas-la-transmisibilidad-acciones-participaciones-reconocen-derechos-adquisicion-preferente-los-socios/> visto el 16/04/2018.

<sup>40</sup> Perdices. *cit.*, p. 312.

<sup>41</sup> Espejo-Saavedra, J. L., y Ortega, F. J., “Claves sobre la compra apalancada y la prohibición de la asistencia financiera”, *Estrategia financiera*, 2006, no 232, p. 20-25.

<sup>42</sup> La última víctima del apocalipsis del retail: Toys R Us se declara en quiebra, *El Economista*, 19 de septiembre de 2017, recuperado de <http://www.economista.es/distribucion/noticias/8616141/09/17/La-ultima-victima-del-apocalipsis-del-retail-Toys-R-Us-se-declara-en-quiebra.html> visto el 12/04/2018.

**Gráfico 7: LBO forward merger**



*Fuente: elaboración propia*

Esta operación se puede dividir en tres: la constitución de una nueva sociedad, la adquisición de otra sociedad ya existe y la fusión de estas dos sociedades.

### 1.8.3.2 Oferta Pública de Adquisición (OPA)

Las opas constituyen una importante restricción a la libertad de contratación y control de sociedades en el mercado de valores. Su regulación se encuentra en la Directiva de Opas, y traspuesta en la LMV<sup>43</sup>.

Una de las razones de su existencia es el reparto equitativo de la prima de control; la opa es el mecanismo donde el accionista minoritario es retribuido con un mayor valor por el adquirente que toma control de la sociedad. Esto en la práctica se podría traducir en “falaz”, pues es “pan para hoy y hambre para mañana”, puesto que el accionista mayoritario puede dar lugar a “beneficios privados” como es el caso de operaciones vinculadas o el “tunneling” o que la sociedad deje de competir en ciertos sectores<sup>44</sup>.

<sup>43</sup> Paredes, C., Pereda, J. y Redonet, J., “Ofertas Públicas de adquisición de valores (I)”, en Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2016, Las Rozas (Madrid), España: Wolters Kluwer España, pp. 483 y ss., p. 488.

<sup>44</sup> Paredes, Pereda y Redonet, *cit.*, pp. 489-491.

Esto a largo plazo hace que el beneficio ganado con la opa por parte del minoritario se pierda en la reducción del valor de su remanente participación en la sociedad. quedándose, además, muchas veces rehén de la sociedad al no poder vender su restante participación. Esto es frecuente en las opas parciales, donde el accionista minoritario se ve impedido de desprenderse de la totalidad de su participación, de hecho, una vez adquirido el control de la sociedad, la utilidad marginal de la compra de una acción adicional es para los autores claramente decreciente. Por ello, se aboga, y en nuestra opinión acertadamente, por un sistema que permita al accionista vender la totalidad de sus acciones si así lo desea, es decir un derecho de salida o de separación, es decir rechazar la opa parcial<sup>45</sup>.

La LMV recoge cuatro tipos de opas: el primero cuando se alcanza el control íntegro y se dirige al 100% de las acciones con voto a precio tasado; es el referente de la normativa estatal y europea. Un segundo tipo es la opa voluntaria: aún no se tiene el control, puede ser parcial y establecerse el precio libremente. Los otros dos tipos de opas son las de exclusión y las de adquisición de valores por reducción de capital<sup>46</sup>.

Los artículos 16 LMV, 15 y 16 Directiva de Opas y 47 y 48 RD de Opas configuran el régimen de las compraventas forzosas que pueden ocurrir tras una opa en que la aceptan el 90% del capital social, el precio es igual a la opa que le precedió y se queda el socio mayoritario con el 100% del capital social. Estas se dividen en<sup>47</sup>:

- La venta forzosa o *squeeze-out*. En este caso es el socio mayoritario obliga al resto de socios a vender.
- La compra forzosa o *sell-out*. Aquí son los socios minoritarios los que obligan al mayoritario a comprar.

Ambos casos pueden interesar a una sola de las partes o las dos, dependiendo de las circunstancias y por ello lo calificaríamos de “arma de doble filo”. Este proceso consta de tres fases: a) Que haya habido una opa previa dirigida al 100% del capital social. b) Que haya conseguido el 90% del capital social. c) Que haya sido aceptada por el 90% de los derechos de voto. Además, este fenómeno debe de ser indicado por el oferente en la

---

<sup>45</sup> Paredes, Pereda y Redonet, *cit.*, pp. 491-492.

<sup>46</sup> Paredes, Pereda y Redonet, *cit.*, pp. 493-494.

<sup>47</sup> Paredes Galego, Pereda Espeso. y Redonet Sánchez Campo. *cit.*, pp. 603-617.

primera Opa si tiene intención de hacerlo, en el folleto explicativo<sup>48</sup>. En nuestra opinión, esta figura es muy peligrosa y si bien es cierto que puede beneficiar al socio minoritario, también puede perjudicarlo, dependiendo del caso en concreto en el que nos situemos. Sería recomendable que el legislador regulase más en profundidad esto.

Hay un régimen sancionador en la regulación de las opas “*como es la suspensión de derechos políticos al accionista infractor*” de todas sus participaciones. Para recuperarlos es necesario una opa a la totalidad de los valores o que por unanimidad así lo acuerden los socios. Más, aun los administradores no podrán adoptar acuerdos en que sean necesarios dichos votos y además la CNMV tiene potestad para vigilar a la sociedad en cuestión. Consideramos que ello puede ser muy positivo para los accionistas minoritarios<sup>49</sup>.

En el caso de las sociedades cotizadas, la cantidad de información que hay sobre estas y la falta de cohesión e involucración en la propia sociedad de la mayoría de sus accionistas, suele favorecer más a la parte compradora. Tienen un buen indicador de su valor que es el precio de cotización<sup>50</sup>. De hecho, las sociedades cotizadas suelen tener un gran número de socios minoritarios atomizados.

En definitiva, el proceso de adquisición tiene una regulación imperativa por mandato legal, se basa en una Oferta Pública de Adquisición u OPA, cuya finalidad es proteger a los destinatarios de la oferta y mantener el correcto funcionamiento del mercado de valores, reduciendo el margen de actuación del comprador; en teoría pues en la práctica pueden complicarse mucho estas situaciones.

## **1.9 Cesión global del activo y pasivo**

### **1.9.1 Concepto**

---

<sup>48</sup> Paredes Galego, Pereda Espeso, y Redonet Sánchez Campo. *cit.*, pp. 618-620.

<sup>49</sup> Paredes Galego, Pereda Espeso, y Redonet Sánchez Campo. *cit.*, pp. 621-623.

<sup>50</sup> García de Enterría, *cit.*, pp. 62 y 63.

Es descrita por el art. 81 LME como la operación en que una sociedad transmite en bloque por sucesión universal todo su patrimonio a cambio de una contraprestación que no podrá ser ni acciones, ni participaciones, ni cuotas del cesionario (importante diferencia con la fusión y la adquisición). Si esta contraprestación le es dada total y directamente a los socios de la cedente, la sociedad cedente se extingue. Esta operación goza de mayor flexibilidad que la fusión e incluso que la escisión que se tratará más adelante<sup>51</sup>. Ello en nuestra opinión, puede ser positivo por la agilidad de la operación, pero también perjudicial al ser por ende menos garantista para el socio minoritario.

Esto se debe a la simplificación del proyecto de fusión: no se requiere informe del experto independiente, no se menciona como tal la necesidad de un balance de la cesión o que incluso los socios de la sociedad cesionaria no participan en la operación. La LME se fija a más en las obligaciones del cedente. Por ello, se puede criticar este régimen al ser insuficiente y desequilibrado y dar pie a que sea utilizado para realizar en realidad una operación de adquisición de forma más oculta y sin tantas restricciones legales. En nuestra opinión, ello perjudicaría a los socios y, en especial, a los minoritarios al ser estos los más vulnerables<sup>52</sup>.

En el caso de la cesión global con posterior liquidación de la sociedad cedente (art. 81.2 LME), hay especial preocupación “*en la valoración de la protección que la LME dispensa a los socios que no son cesionarios del patrimonio*”, que suelen ser los socios minoritarios frente al mayoritario que es el verdadero cesionario<sup>53</sup>.

La cesión global puede darse antes, durante o al finalizar (es decir, en la fase de liquidación) del concurso como resalta el art. 100.3 LC. El legislador lo ve con buenos ojos puesto que se preserva la sociedad y el empleo. Aunque como en todos los concursos los socios sería los claros perdedores. Se puede considerar que la “*única*” ventaja de la cesión global es la sucesión universal, es decir, la transmisión en bloque de todo el patrimonio y “*por efecto de la ley*”, sin el consentimiento de los acreedores, aunque tienen derecho a oponerse. Sus inconvenientes serían los costes y la demora del procedimiento, la falta de confidencialidad, la aprobación por junta general, el derecho de oposición de

---

<sup>51</sup> Campuzano, Sebastián Quetglas y Tortuero, *cit.*, pp. 207 y ss., p. 207.

<sup>52</sup> Campuzano, Sebastián Quetglas y Tortuero. *cit.*, pp. 208-212.

<sup>53</sup> Hoedl, C., “La cesión global de activo y pasivo”, en Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2016, Las Rozas (Madrid), España: Wolters Kluwer España, pp. 861 y ss., pp. 866-869, 873.

los acreedores y el régimen de responsabilidad de la sociedad cedente y sus socios con el cesionario. Y también fiscalmente el régimen según el autor no es tan favorable como en la fusión<sup>54</sup>.

En relación con la fusión o la escisión, los socios “*sobre todo los minoritarios*” disponen de menos garantías sobre la valoración del patrimonio que puede cobrar especial relevancia si la cesión es a favor del socio mayoritario. Esto se debe a que la valoración de activos y pasivos lo hacen los administradores sin la intervención de un experto independiente<sup>55</sup>.

Además, si el socio mayoritario posee las mayorías necesarias para sacar adelante el acuerdo, nada le impedirá llevar a cabo la operación por mucho que los socios minoritarios voten en contra. No obstante, los socios de la cedente “*podrán impugnar el acuerdo de cesión y exigir responsabilidades a los administradores*” Disponen además del derecho de separación, pero solo cuando la operación conlleve una sustitución del objeto social de la sociedad cedente. En el caso de la protección de los socios de la cesionaria, ante el vacío de la LME se debe acudir a la LSC que en el art. 160 f) establece que es competencia de la junta las operaciones con activos esenciales, entiendo que son esenciales si superan el 25% del valor de los activos del último balance aprobado<sup>56</sup>.

## **1.9.2 Modalidades**

La clasificación que se seguirá es si al final de la operación la sociedad cedente acaba disolviéndose y liquidándose o no<sup>57</sup>.

### **1.9.2.1 Sin liquidación**

---

<sup>54</sup> Hoedl, *cit.* pp. 874-877.

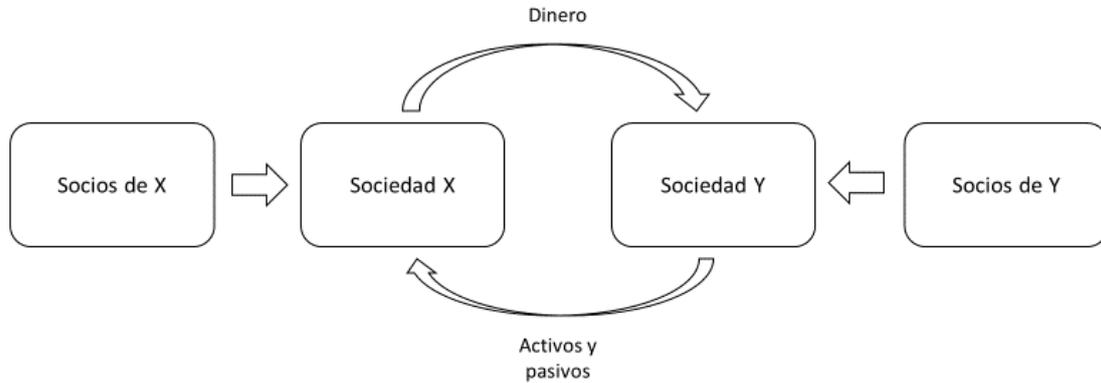
<sup>55</sup> Hoedl, *cit.* pp. 880-881.

<sup>56</sup> Hoedl, *cit.*, pp. 881-882.

<sup>57</sup> Campuzano, Sebastián Quetglas y Tortuero, *cit.*, pp. 211 y 212.

En este caso la sociedad cedente sigue existiendo y operando en el tráfico jurídico tras la operación.

**Gráfico 8: cesión global de activo y pasivo sin liquidación**

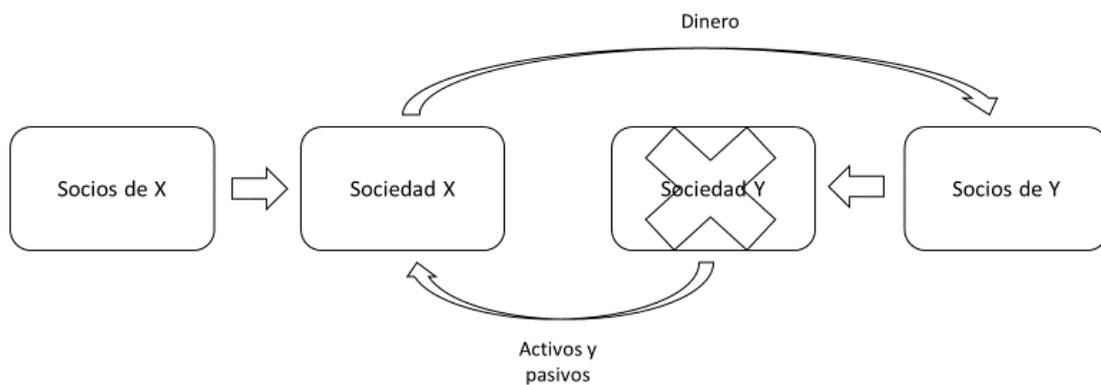


*Fuente: elaboración propia*

### 1.9.2.2 Con liquidación

En este caso la sociedad cedente se extingue con la operación.

**Gráfico 9: cesión global de activo y pasivo con liquidación**



*Fuente: elaboración propia*

## 1.10 Escisión

### 1.10.1 Concepto

Consiste en la división de una sociedad en dos o más partes. Puesto que el patrimonio se reparte entre una o más sociedades que nacen a raíz de la operación o que ya existen, esto se puede convertir en una “*modalidad de adquisición de empresas*” pero con un proceso regulado en la LME en vez de con contrato de compraventa. También se puede defender q que comparte rasgos con la fusión por la “*forma de colaboración empresarial*”, puesto que los socios del ente escindido pasan a integrarse en otras sociedades y se beneficia también de la sucesión universal<sup>58</sup>.

Hay que resaltar que ha habido un aumento de esta operación en los últimos años a raíz de la crisis, de los procesos concursales o para evitarlos. Un claro ejemplo, sería la bancarización de las cajas de ahorros. En el caso de la segregación si no va a acompañada de un aumento de capital no es necesario el informe de experto si es anónima o comanditaria por acciones (art. 49 LME), lo cual aligera el proceso. Esto se entiende también aplicable cuando la segregación es a favor de una filial íntegramente participada por aplicación analógica del art. 73 LME<sup>59</sup>. Sin embargo, consideramos que ello resta transparencia a la operación. En este último caso, se podría efectuar la segregación sin junta general, interpretando el art. 73 al amparo del art. 51 LME. Entendemos que sería posible y tendría sentido<sup>60</sup>.

El riesgo para los socios, en nuestra opinión, al igual que en la fusión, se puede deber a la dilución y a un tipo de canje perjudicial y a que la operación se deba más a los intereses de los socios mayoritarios por sus relaciones con las otras sociedades que participen en la operación, que al verdadero interés social.

---

<sup>58</sup> Campuzano, Sebastián Quetglas y Tortuero, *cit.*, pp. 193 y ss., pp. 193-202.

<sup>59</sup> San Miguel Bardón, F., “Escisión. Algunas consideraciones prácticas”, en Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2016, Las Rozas (Madrid), España: Wolters Kluwer España, pp. 829 y ss., pp. 833 y 834, 848 y 849.

<sup>60</sup> San Miguel Bardón. *cit.*, pp. 850-856.

## **1.10.2 Modalidades**

El art. 68.1 LME enumera las diferentes posibilidades: la escisión total, la escisión parcial y la segregación<sup>61</sup>.

### **1.10.2.1 Escisión total**

Es la extinción de una sociedad con división en dos o más partes de su patrimonio, siendo cada una de estas partes transmitida en bloque por sucesión universal a otras sociedades de nueva creación o no, recibiendo a cambio los socios de la sociedad que se escinde, participaciones, acciones o cuotas proporcionales a lo que tenían de las otras sociedades (art. 69 LME).

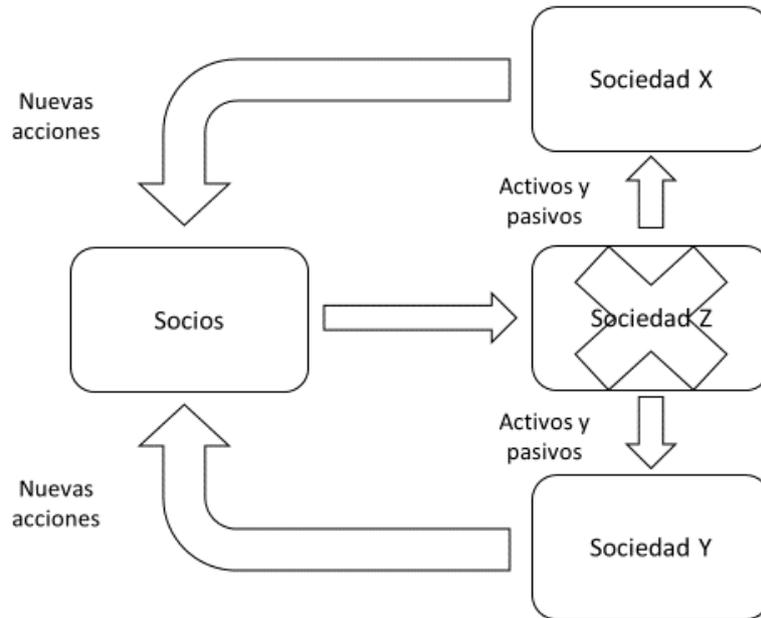
#### **1.10.2.1.1 Escisión total por creación de nuevas sociedades**

En este caso, las sociedades que se quedan con el patrimonio de la sociedad escindida se crean en base a la operación.

---

<sup>61</sup> Campuzano, Sebastián Quetglas y Tortuero, *cit.*, pp. 197-201.

**Gráfico 10: escisión total por creación de nuevas sociedades**

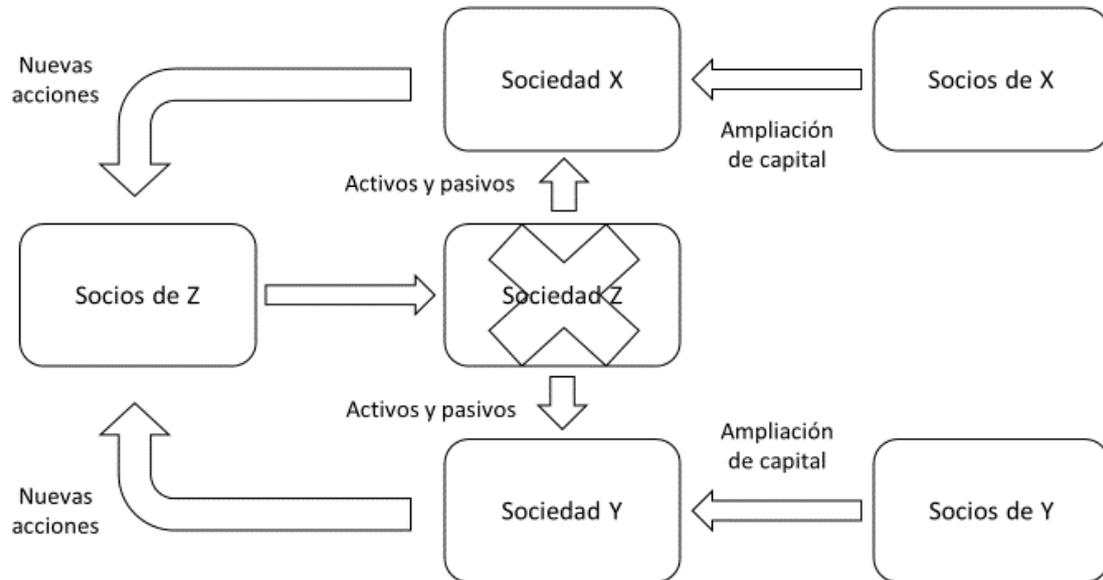


*Fuente: elaboración propia*

#### **1.10.2.1.2 Escisión total por absorción**

En este caso las sociedades que se quedan con el patrimonio ya existían y realizan una ampliación de capital para integrar a los socios de la sociedad escindida. Por ello, comparte diversas similitudes con la fusión y en este caso es muy probable que los socios del ente escindido pierdan bastante peso político en las otras sociedades puesto que su participación se divide en dos o más sociedades.

**Gráfico 11: escisión total por absorción**



*Fuente: elaboración propia*

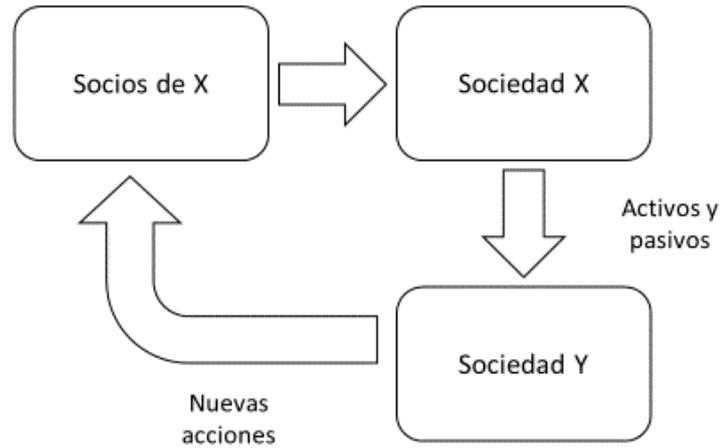
### **1.10.2.2 Escisión parcial**

La escisión parcial es el traspaso en bloque de una o más partes del patrimonio de una sociedad que conforme cada parte una unidad económica a una o varias sociedades de nueva creación o no, recibiendo los socios de la que se escinde una parte proporcional a lo que ya tenían de acciones, participaciones o cuotas sociales; además la escinde debe reducir su capital en la cuantía necesaria (art. 70.1 LME).

#### **1.10.2.2.1 Escisión parcial por creación de una nueva sociedad**

En este caso la sociedad receptora de parte del patrimonio es de nueva creación.

**Gráfico 12: escisión parcial por creación de una nueva sociedad**

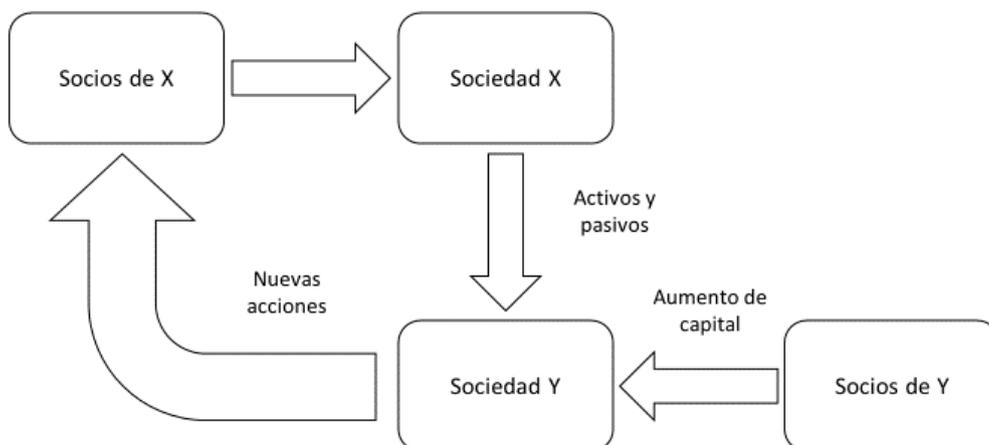


*Fuente: elaboración propia*

#### 1.10.2.2.2 Escisión parcial por absorción

Aquí la sociedad receptora de parte del patrimonio ya existía y sus accionistas realizan una ampliación de capital para dar entrada a la sociedad escindida.

**Gráfico 13: escisión parcial por absorción**



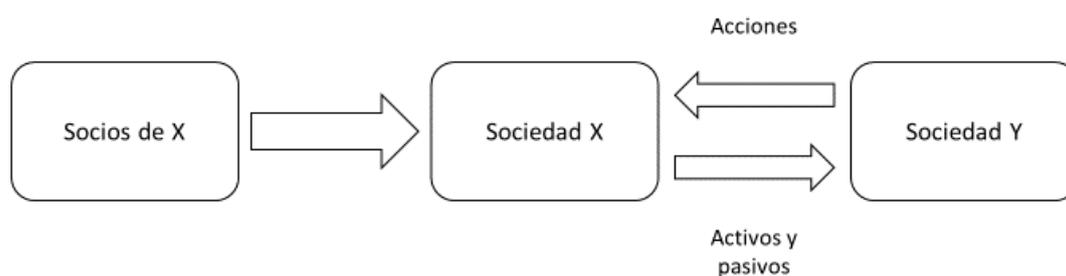
*Fuente: elaboración propia*

### 1.10.2.3 Segregación

El artículo 71 LME especifica esta operación con cierta distintividad de la escisión en sentido estricto, describiéndola como el traspaso en bloque por sucesión universal de una o varias partes del patrimonio, cada una de las cuales debe de formar una unidad económica a una o varias sociedades recibiendo a cambio la sociedad segregada acciones, participaciones o cuotas de las sociedades beneficiarias. Pues aquí está la nota diferencial con la escisión, es que las acciones no son entregadas a los socios de la sociedad escindida sino a la propia sociedad que se segrega.

Se ha destacado, junto a los requisitos formales para llevar a cabo la segregación, la importancia de que la unidad económica que se aporte tenga carácter esencial para la aportante. Por otra parte, respecto a la aportación de unidad económica y la forma de realizarla, puede hacerse bien a través del aumento de capital, bien a través de la segregación como una forma de escisión. La primera vía supone un procedimiento más simple, pero tiene el inconveniente de que no opera la sucesión universal. En cambio, la segregación tiene un procedimiento más complicado, pero sí se produce la sucesión universal<sup>62</sup>.

**Gráfico 14: segregación**



*Fuente: elaboración propia*

<sup>62</sup> Álvarez, S. “La aportación de unidad económica a una sociedad de capital: opciones y problemas”, *Revista de derecho mercantil*, 2017, no 304, pp. 207-244.

## **2 Derechos de los socios minoritarios y situación económico-financiera de la sociedad**

### **2.1 Falta de reparto de dividendos**

#### **2.1.1 Regulación del derecho de separación en el caso de falta de reparto de dividendos. Vicisitudes legislativas**

Tradicionalmente las situaciones de abuso de los socios minoritarios por falta de reparto de los dividendos se han solucionado ante los Tribunales al tener que impugnarse los acuerdos derivados de las juntas ordinarias en las que se acordaba un destino de los beneficios distinto del reparto de dividendos. La jurisprudencia ha mantenido la teoría que cualquier decisión de reinvertir es legítima salvo que ésta pueda calificarse como abusiva, lo que implicaba que el socio minoritario, en su calidad de demandante, tenía que probar que el acuerdo social pretendía perjudicar a la minoría. En el mejor de los casos, el acuerdo social se declaraba judicialmente sin efecto, pero paralelamente no se reconocía al socio el derecho a participar en las ganancias<sup>63</sup>.

En las sociedades cotizadas, los abusos de la mayoría frente a la minoría por la falta de distribución de dividendos son menos habituales que en las sociedades cerradas no cotizadas porque en las primeras la política de dividendos supone un instrumento para atraer a sus accionistas por lo que las propias sociedades son las primeras interesadas en su reparto, mientras que en las sociedades cerradas y no cotizadas la distribución de dividendos se convierte a veces en un instrumento de presión y en un abuso de la mayoría frente a la minoría. Además, en el marco de las sociedades cotizadas las acciones tienen una liquidez y un mercado de desinversión que no tienen los socios de las sociedades

---

<sup>63</sup> Campins, A. y Alfaro, J., “Abuso de la mayoría en el reparto de dividendos y derecho de separación del socio en las sociedades de capital”, en *Liber amicorum Juan Luis Iglesias*. 2014, pp. 65-93, p. 73.

cerradas y, en este último ámbito es donde se reconoce el derecho de separación del socio minoritario por la falta de distribución de dividendos<sup>64</sup>.

Cuando el conflicto con el socio minoritario es permanente y está originado por un comportamiento abusivo de los socios mayoritarios en esta materia, la forma de solucionarlo es permitir que el socio minoritario se separe de la sociedad siempre que concurra causa legal o estatutaria de separación. Con este fin se introdujo el art. 348 bis en la LSC 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 junio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de las sociedades cotizadas que obliga, a partir del quinto ejercicio social desde su constitución, a las sociedades no cotizadas con beneficios a repartir un dividendo mínimo de al menos un tercio de los beneficios propios de la explotación del objeto social obtenidos durante el ejercicio anterior, y, en el caso de que así no se haga, el socio que hubiere votado a favor podrá separarse. Sin embargo, ante la situación de crisis económica de nuestro país, se suspendió la aplicación del precepto (inicialmente hasta el 31 de diciembre de 2014 por la disposición transitoria añadida por el art. 1.4 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. Posteriormente, también se suspendió hasta el 31 de diciembre de 2016 por la disposición final 1.2 de la Ley 9/2015, de 25 de mayo, de medidas urgentes en materia concursal y por la disposición final 1 del Real Decreto-ley 11/2014, de 5 de septiembre, de medidas urgentes en materia concursal.

El Grupo Parlamentario Popular presentó el 24 de noviembre de 2017 una proposición de ley para modificar el art. 348 bis LSC con el fin de evitar que los socios minoritarios puedan usar este derecho de forma abusiva y de corregir las deficiencias de redacción actuales de dicho precepto. Según la propuesta, se condiciona la aplicación del artículo a la ausencia de disposiciones estatutarias en sentido contrario (se exige unanimidad para la aprobación de dichas disposiciones estatutarias, reconociéndose, en su defecto, el derecho de separación de los socios que hayan votado en contra), obtención de beneficios durante tres años, reducción de los beneficios a repartir de un tercio a un cuarto (permitiendo cumplir dicho porcentaje en términos de media ponderada de los cinco

---

<sup>64</sup> Pulgar, J., “Reparto legal mínimo de dividendos: protección de socios y acreedores (Solvency Test)”, *Revista de derecho bancario y bursátil*, 2017, vol. 36, no 147, pp. 139-176, pp. 3 y 9.

últimos ejercicios), se atribuye al minoritario el derecho a participar en el conjunto del resultado del ejercicio, se excluye su aplicación a las sociedades en concurso, que hayan comunicado las negociaciones previstas en la Ley Concursal o que hayan alcanzado un acuerdo de refinanciación<sup>65</sup>.

### 2.1.2 Comentarios al art. 348 bis LSC

No obstante, entendemos que la falta de distribución del dividendo a la que se refiere el citado artículo 348 bis LSC no implica siempre una situación de opresión de la mayoría frente a la minoría. Se está sentando la presunción de que la falta de reparto constituye en sí misma una situación de abuso, reconociéndose el derecho de separación del socio para cualquier situación en la que no haya distribución del dividendo y no se permite excluir su aplicación cuando la falta de reparto esté justificada por razones de interés social y de la situación económico – financiera de la sociedad<sup>66</sup>.

La reactivación del art. 348 bis LSC es cuestionable desde distintos principios: restricción de la libertad empresarial, principio de conservación de la sociedad, solvencia de la sociedad y protección de acreedores. Así mismo, puede influir negativamente en los contratos de financiación y refinanciaciones de sociedades y puede conllevar el riesgo de despatrimonialización de la sociedad y de insolvencia<sup>67</sup>.

Esta norma ha sido criticada afirmándose que “*puede distorsionar las normas relativas a privilegios económicos (puesto que, de hecho, todas las acciones y participaciones ordinarias pasarán a gozar de un derecho al reparto de un dividendo mínimo que, hasta ahora, se venía reservando a las acciones y participaciones privilegiadas, en su caso)*”<sup>68</sup>.

---

<sup>65</sup> Proposición de Ley para modificar el artículo 348 bis de la Ley de Sociedades de Capital 122/000151, presentada por el Grupo Parlamentario Popular en el Congreso.

<sup>66</sup> Campins y Alfaro, *cit.*, p. 75.

<sup>67</sup> Pulgar, *cit.*, pp. 6 y 25.

<sup>68</sup> Sánchez-Graells, A., “El nuevo deber de reparto de dividendos de las sociedades de capital: ¿Dónde queda la autonomía de la Junta en la determinación del interés social?” [entrada de publicada en el blog], *How to Crack a Nut: A blog on EU economic law*, 5 de septiembre de 2011, recuperado de <http://howtocrackanut.blogspot.com/2011/09/el-nuevo-deber-de-reparto-de-dividendos.html> visto el 25/01/2018.

Incluso se ha llegado a mantener que el poder de decisión de cada uno de los socios sobre los beneficios sociales puede acabar por convertirlos en meros acreedores de un crédito frente a la sociedad y a estas en meras “*entidades de depósito remunerado*”<sup>69</sup> y que existe el eventual peligro de acabar transformando el abuso de la mayoría en abuso de la minoría en lo que a política de dividendos se refiere<sup>70</sup>.

Por otra parte, hay que tener en cuenta que tanto el reparto como el derecho de separación pueden provocar una descapitalización de fondos propios de la sociedad, lo cual puede perjudicar los intereses de los acreedores tanto por la cifra de reparto alta que se ha establecido como por la propia desinversión que el derecho de separación implica<sup>71</sup>. Por tanto, puede suponer un riesgo para la viabilidad económica de la Sociedad. En este mismo sentido también se ha apuntado como el pago de las cantidades por dichos conceptos (dividendo o restitución de aportaciones) puede llevar a la necesidad de solicitar el concurso de acreedores ante la falta de liquidez<sup>72</sup>.

También se ha criticado que el legislador no haya incluido referencia alguna a la aplicación de este supuesto exclusivamente en los casos de abuso de la mayoría y que el derecho de separación se reconozca respecto a un asunto que es objeto de aprobación por la junta por mayoría ordinaria y no reforzada como ocurre en los demás supuestos de separación del socio<sup>73</sup>.

En nuestra opinión, en un intento de solucionar los posibles abusos de los socios mayoritarios en la falta de reparto del dividendo se ha adoptado una solución que desvirtúa su propia esencia en un proyecto empresarial más allá del corto plazo al poner en peligro, en ocasiones, la continuidad de la sociedad y ha inclinado la balanza de forma desproporcionada a favor del socio minoritario. Pensamos que no debería haberse regulado con este automatismo “falta de reparto de beneficios-separación”, sino condicionar el reparto al interés de la sociedad (por sus circunstancias económico-financieras: necesidad de capitalización, expansión, liquidez, entre otras).

---

<sup>69</sup> Campins y Alfaro, *cit.*, p. 79.

<sup>70</sup> Campins y Alfaro, *cit.*, p. 76.

<sup>71</sup> Campins y Alfaro, *cit.*, p. 79.

<sup>72</sup> Abad, E. y Cobos, J. M., “Reparto legal mínimo de dividendos: Derecho de separación. tributación y solvencia de la sociedad”, *Revista de derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, 2018, no 28, pp. 275-291.

<sup>73</sup> Rodas, P., *La separación del socio en la Ley de sociedades de capital*, 2013, Madrid, España: Marcial Pons, pp. 41 y ss., pp. 74-82.

Por lo que respecta al Anteproyecto de Ley del Código Mercantil, según el borrador de la Comisión de Codificación sometido a información pública, en la propuesta se han restringido las circunstancias de cuantía (cuarta parte de los beneficios) y el tiempo (dos ejercicios anteriores) que habilitan el derecho con el fin de establecer un mayor equilibrio entre el legítimo interés de la sociedad a aplicar razonablemente el resultado y el del socio a hacer efectiva su participación en el beneficio repartible, evitando a la vez los posibles abusos de mayoría que se concretan en reiteradas estrategias de neutralización del derecho económico de los socios en minoría<sup>74</sup>.

Desde otro punto de vista diferente, la solución pasaría por tipificar legalmente el deber de fidelidad del socio vinculando a su incumplimiento sanciones concretas y configurar estatutariamente como prestación accesoria dicho deber en el ejercicio del derecho de separación del art. 348 bis LSC, en el sentido de no ejercitar dicho derecho cuando se pueda poner en peligro la solvencia y continuidad de la sociedad; en caso de incumplimiento se aplicarían los efectos correspondientes al incumplimiento de dichas prestaciones accesorias<sup>75</sup>.

En el caso de concurso de la sociedad, la SAP de A Coruña (Sección 4ª) núm. 12/2018 de 15 enero ha declarado que: *“En modo alguno, la ley condiciona la percepción del reembolso, en el caso del ejercicio del derecho de separación, a la previa liquidación de los créditos de los acreedores sociales por deudas anteriores al ejercicio de tal derecho, sino que ofrece otros mecanismos de protección”*.

Desde la doctrina se señala la necesidad de reformar la Ley Concursal para prever expresamente la clasificación del crédito de restitución del socio separado, pero mientras ello no tenga lugar dicho crédito en un escenario concursal debería constituir un crédito extraconcursal que, por tanto, no formaría parte de la masa pasiva del concurso y no podría ser satisfecho hasta la conclusión del concurso<sup>76</sup>.

Otro tema interesante es la descoordinación entre las distintas ramas del ordenamiento jurídico sobre este punto, concretamente entre el Derecho Mercantil y el Derecho Fiscal<sup>77</sup>.

---

<sup>74</sup> Anteproyecto de Ley del Código Mercantil. Ministerio de Justicia y Ministerio de Economía y Competitividad.

<sup>75</sup> Pulgar, *cit.*, p. 24.

<sup>76</sup> Pulgar, *cit.*, p. 19.

<sup>77</sup> En nuestra opinión, existe una falta de coordinación e incoherencia entre el Derecho Fiscal y el Derecho Mercantil en relación con lo dispuesto en el art. 25 de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto

## 2.2 Financiación sindicada de las sociedades y su eventual perjuicio a los socios minoritarios

En ocasiones las sociedades para satisfacer necesidades adicionales de recursos recurren a la financiación con deuda, si las agencias de rating no critican su ratio de apalancamiento<sup>78</sup>.

Los “*Lenders*” habitualmente inciden en la dirección de la sociedad prestataria por medio de estos contratos a través de determinadas cláusulas que son los “*Covenants Financieros*”, así por ejemplo, utilizar la ratio Deuda Financiera/Fondos Propios para calcular la solvencia de la sociedad y en este caso impedir un “*excesivo pago de dividendos*” o que, si hay que llevar a cabo una fuerte inversión, ésta no pueda hacerse solo “*con deuda, sino también con aportaciones de fondos propios*”, esto es, obligar a la sociedad a realizar una ampliación de capital<sup>79</sup>.

El incumplimiento de un *Covenant* se traduce en un “*Event of Default*”, que puede llevar consigo el vencimiento anticipado de la financiación sindicada. Esto puede constituir un problema de solvencia para las sociedades y, por tanto, causar el concurso al no poder hacer frente al pago de todo el crédito en el mismo momento. En Reino Unido, a diferencia de España, solamente el Banco Agente tiene la potestad, en función de las “*instrucciones de la mayoría de los Lenders*”, de declarar el vencimiento anticipado del contrato, no pudiendo hacerlo ningún *Lender*<sup>80</sup>.

Estas situaciones pueden agravarse en el caso español, puesto que, aunque la mayoría de *Lenders* hayan decidido no declarar el vencimiento anticipado, cualquier *Lender* puede

---

sobre Sociedades y el 348 bis LSC. La norma fiscal (art. 25 LIS) promueve, a cambio de incentivos fiscales, que las empresas no repartan dividendos y aumenten los fondos propios.

<sup>78</sup> García-Alarcón, B., “La visión de una compañía <<investment grade>> como deudora de una financiación sindicada”, en Manzanares (Coord.), *Estudios sobre Financiaciones Sindicadas*, 2017, Pamplona, España: Editorial Aranzadi, pp. 113 y ss., p. 123.

<sup>79</sup> González, A., “La visión del riesgo del financiador en la financiación sindicada: proteger el crédito sin inferir en el negocio”, en Manzanares (Coord.), *Estudios sobre Financiaciones Sindicadas*, 2017, Pamplona, España: Editorial Aranzadi, pp. 283 y ss., pp. 299 y 300.

<sup>80</sup> Manzanares, A., “El desenvolvimiento de la vida de una financiación sindicada, circunstancias sobrevenidas y supuestos de incumplimiento: la protección de los acreedores”, en Manzanares (Coord.), *Estudios sobre Financiaciones Sindicadas*, 2017, Pamplona, España: Editorial Aranzadi, pp. 411 y ss., pp. 438 y 443.

pedir “*el repago inmediato de su participación en el crédito*” bajo la amenaza de solicitar el concurso necesario sino se le paga, lo cual es un factor de riesgo importante para la sociedad prestataria y el resto de *Lenders*<sup>81</sup>.

Además, en ocasiones se incluyen cláusulas de “*Cambio de Control*” que llevan consigo la amortización total del importe del préstamo en el supuesto que la sociedad lleve a cabo una operación de *M&A*. Asimismo, en el caso de que hubiera un flujo de caja excedentario o “*Excess Cash Flow*” se suele obligar a la sociedad a utilizarlo para amortizar deuda en vez de retribuir a los accionistas, los cuales empeoran su situación en detrimento de los *Lenders*. En el caso de una IPO, puede ser positiva en la medida en que los *Lenders* obligan a que se destine parte de estos nuevos fondos al “*Mandatory Prepayment*” de parte de la deuda, “*sobre todo en los casos de financiación muy apalancadas*”<sup>82</sup>.

Por todo lo anteriormente expuesto, en nuestra opinión, estas situaciones pueden calificarse de administraciones de hecho en la sociedad prestataria y perjudicar tanto a los socios mayoritarios como a los minoritarios. Consideramos que, de hecho, estos acuerdos de financiación sindicada se corresponden, en la práctica, a los acuerdos de refinanciación del art. 71 bis y disposición adicional cuarta LC. Creemos a su vez, que la LC debería ser en estos casos menos benigna con estos acuerdos y que sean calificados como créditos subordinados, en virtud del art. 93.2. 2º LC, para así evitar una intromisión tan importante de los prestamistas en la sociedad.

---

<sup>81</sup> Manzanares, *cit.*, p. 446.

<sup>82</sup> Manzanares, *cit.*, pp. 447-449.

### **3 Derechos de los socios minoritarios en relación con el órgano de administración**

#### **3.1 Órgano de administración**

Como quiera que es la junta general el órgano que nombra a los administradores, el efecto habitual es que éstos sean de la confianza de los socios mayoritarios. Por tanto, los conflictos entre los socios mayoritarios y los minoritarios, de alguna forma, se han trasladado tradicionalmente a la falta de entendimiento entre administradores y socios minoritarios.

Además, pese a que legalmente el órgano de administración esté sometido al control de la junta general (arts. 210, 211 y 236 LSC), en la práctica en las grandes SA son los administradores quienes controlan aquella, y ello debido, en ocasiones, a que la gestión de los asuntos sociales es tan compleja que impide a los accionistas ejercer una efectiva labor de control, y que existe un gran número de accionistas que no asisten a las juntas generales dejando en mano de los accionistas mayoritarios, generalmente vinculados a los administradores, las decisiones relativas a la sociedad<sup>83</sup>.

La problemática de los socios minoritarios en relación con el órgano de administración puede ser diversa, en función del tipo de sociedad (desde las sociedades cerradas, pasando por la sociedad anónima hasta las grandes sociedades cotizadas), su tamaño, composición del accionariado, estructura del órgano de administración. Nos referiremos seguidamente a los mecanismos de que disponen los socios minoritarios para proteger sus intereses en relación con el órgano de administración.

#### **3.2 Participación de la minoría en el nombramiento de los consejeros**

---

<sup>83</sup> Broseta y Martínez Sanz, *cit.*, pp. 450 y ss., p. 482.

La forma más frecuente de organizar el órgano de administración de las SA de mediano y gran tamaño es el consejo de administración. El nombramiento de los consejeros que integran el consejo corresponde a la junta general, en el caso de la sociedad limitada con carácter absoluto y sin excepciones (art. 214 LSC), pero en el supuesto de la sociedad anónima hay un procedimiento, el sistema de representación proporcional, que permite el acceso de las minorías al consejo.

Según el sistema de representación proporcional, el accionista o accionistas agrupados que representen una cifra de capital social igual o superior al cociente de dividir la cifra del capital social por el número de vocales del consejo dispondrán de la facultad de designar a un miembro de éste al margen de la votación de la junta general (art. 243 LSC y RD 821/1991, de 17 de mayo). Este sistema, que trata de evitar que el nombramiento de todos los consejeros se monopolice por los socios mayoritarios, ha sido escasamente utilizado<sup>84</sup> ya que tiende a cumplirse sin necesidad de que los accionistas hagan uso del derecho de representación proporcional.

### **3.3 Buen Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas y accionistas minoritarios**

Nos referimos al buen gobierno corporativo por la incidencia que tiene respecto a los accionistas minoritarios, especialmente la figura del consejero independiente y la mayor transparencia de las sociedades cotizadas.

Hay que recordar como la necesidad de recuperar la confianza del inversor<sup>85</sup> y la preocupación por el gobierno corporativo de las SA cotizadas, por la inoperancia de las juntas de accionistas como órgano de control, hicieron surgir un movimiento que trataba de redefinir el papel del consejo de administración.

---

<sup>84</sup> Broseta y Martínez Sanz, *cit.*, pp. 506 y 507.

<sup>85</sup> Rivero, P., “Responsabilidad social y gobierno corporativo: información y transparencia”, *RAE: Revista Asturiana de Economía*, 2005, no 34, pp. 9-29.

En España se constituyeron tres grupos de trabajo que elaboraron los Códigos de Buen Gobierno conocidos como el Informe Olivencia<sup>86</sup>, el Informe Aldama<sup>87</sup> y el Informe Conthe o Código Unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas<sup>88</sup>. Estos códigos hacen hincapié en la exigencia de diligencia y lealtad de los administradores, en la composición idónea del consejo, en la necesidad de transparencia y veracidad en las informaciones de la sociedad de forma que accionistas y público, en general, puedan tener una idea adecuada de la realidad<sup>89</sup>.

Posteriormente, el “*Estudio sobre las propuestas de modificaciones normativas*”, publicado el día 14 de octubre de 2013, distingue entre mejoras que deberían ser incorporadas a normas legales (incluidas en buena parte en la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la LSC para la mejora del gobierno corporativo), de aquellas otras que se debían mantener como recomendaciones de buen gobierno sujetos al principio de “*cumplir o explicar*” (“*comply or explain*”). En base a dicho principio, los art. 61 bis de la LME y 540 LSC, obligan a las sociedades cotizadas a consignar en su Informe Anual de Gobierno Corporativo el grado de cumplimiento de dichas recomendaciones o, en su caso, a explicar su falta de seguimiento.

### **3.4 Consejeros independientes**

El Código de buen gobierno recomienda que el consejo de administración tenga entre cinco y quince vocales. La LSC (art. 529 duodecies) define tres categorías de consejeros, pero no obliga a las sociedades a designar un número determinado de cada categoría; no obstante, las sociedades cotizadas deben informar sobre este punto en la información que suministren al mercado.

Según la definición legal, son consejeros ejecutivos aquellos que desempeñan funciones de alta dirección o sean empleados de la sociedad o de su grupo (ejemplo: el consejero

---

<sup>86</sup> Informe del Comité Olivencia sobre el gobierno de las sociedades. *Consejo de Ministros. Madrid, 1998.*

<sup>87</sup> Informe Aldama de la comisión especial para el fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados financieros y en las Sociedades Cotizadas. *Madrid: Ministerio de Economía y Hacienda, 2003.*

<sup>88</sup> Cuevas, J. M., “El código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas”, *Cuenta con IGAE*, 2006, no 15, pp. 37-42.

<sup>89</sup> Acero, I. y Alcalde, N., “Heterogeneidad en los consejos de administración en España”, *Información Comercial Española, ICE: Revista de economía*, 2010, no 854, pp. 85-103.

delegado); son consejeros dominicales los que forman parte del Consejo por detentar una participación accionarial considerada legalmente significativa o por representar a los referidos accionistas, mientras que los consejeros independientes son los que, designados en atención a sus condiciones personales y profesionales, pueden desempeñar sus funciones sin verse condicionados por relaciones con la sociedad o su grupo, sus accionistas significativos o sus directivos.

La LSC no establece los requisitos para calificar a un consejero como independiente, sino que enumera unos supuestos en los que no podría ser considerado como independiente porque se dan conflictos de intereses entre el consejero, por su situación personal o profesional, y los de la sociedad.

El Código recomienda que una amplia mayoría del Consejo sean consejeros externos, reduciendo el número de consejeros ejecutivos al mínimo necesario y que, dentro de los externos, la relación entre dominicales e independientes refleje la proporción existente entre el capital representado por los consejeros dominicales y el resto del capital, con un número de consejeros independientes equivalente al tercio del total de consejeros.

Además, en las sociedades cotizadas deben existir una comisión de auditoría (compuesta por mayoría de consejeros independientes, art. 529 quaterdecies LSC) y una comisión de nombramientos y retribuciones (en la que al menos debe haber dos consejeros independientes, art. 529 quincecies LSC).

Por tanto, podemos afirmar que la mayoría de los informes sobre gobierno corporativo recomiendan que se incorporen consejeros independientes a los consejos de administración por el equilibrio, objetividad y protección de los intereses de los accionistas minoritarios que pueden aportar<sup>90</sup> en las actuaciones del consejo y de las comisiones del consejo. Entendemos que todas estas consideraciones son muy acertadas y que la figura del consejero independiente constituye un avance en la defensa de los intereses de los socios minoritarios que no tienen acceso a un puesto en el consejo, aunque el criterio de la independencia es, en ocasiones, muy relativo.

---

<sup>90</sup> Rivero, *cit.*, p.24.

### 3.5 Otras figuras: observadores y administradores de hecho

La figura del observador, que proviene del derecho anglosajón, no se encuentra regulada como tal en España. Podrían, incluso, calificarse como administradores de hecho, pues, aunque no tengan potestad para votar, pueden influir en la toma de decisiones a favor de una postura<sup>91</sup>. Un ejemplo reciente de utilización de esta figura lo encontramos en el caso de Abengoa, donde cada banco optó por introducir un observador en el consejo de administración en vez de nombrar consejeros<sup>92</sup>. La ventaja que presenta esta figura es que se instruye a “*potenciales*” consejeros<sup>93</sup>.

En cuanto a la figura del administrador de hecho, que fue mencionada al tratar la financiación sindicada, señalamos ahora sus rasgos característicos, que son los siguientes: no haber sido nombrado administrador formalmente, desempeñar la actividad de administración de forma autónoma y continuada con el consentimiento de la sociedad y participar en el desarrollo de la voluntad social<sup>94</sup>.

### 3.6 Conflictos de intereses en el consejo de administración

En las operaciones de *M&A* es más frecuente que se den los conflictos de interés, por los diferentes “*incentivos e intereses de administradores, socios de control y socios minoritarios.*” Muchas veces los administradores sobreponen su deber de lealtad hacia los socios mayoritarios o “*insiders*” frente a los minoritarios u “*outsiders*”<sup>95</sup>.

---

<sup>91</sup> Burguera Abogados, “¿Cómo controlar una empresa con menos del 50% del capital?”, 2013, recuperado de <https://www.burgueraabogados.com/como-controlar-una-empresa-con-menos-del-50-del-capital/> visto el 4/04/2018.

<sup>92</sup> Ortín, A., “La banca no tendrá consejeros en la nueva Abengoa pero impondrá 'observadores'”, *Vozpópuli*, 26 de septiembre de 2016, recuperado de [https://www.vozpopuli.com/economia-y-finanzas/empresas/Abengoa-Banca-Felipe\\_Benjumea-consejo\\_0\\_956304366.html](https://www.vozpopuli.com/economia-y-finanzas/empresas/Abengoa-Banca-Felipe_Benjumea-consejo_0_956304366.html) visto el 04/2018.

<sup>93</sup> Grant Thornton, “Los Consejos de Administración del futuro: Conduciendo a las organizaciones hacia el éxito”, 2017, recuperado de [https://www.grantthornton.es/globalassets/\\_\\_\\_spain\\_\\_\\_/insights/los-consejos-de-administracion-del-futuro.pdf](https://www.grantthornton.es/globalassets/___spain___/insights/los-consejos-de-administracion-del-futuro.pdf) visto el 4/04/2018, p. 20.

<sup>94</sup> Veiga Copo, A. B. y Martínez Muñoz, M., “Entidades financieras y administración de hecho en la reestructuración empresarial”, *Revista de derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, 2018, no 28, pp. 17-36.

<sup>95</sup> Paz-Ares, C. y Núñez-Lagos, R., “La actuación del órgano de administración en la compra y venta de la sociedad: los conflictos de interés”, en Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2016, Las Rozas (Madrid), España: Wolters Kluwer España, pp. 273 y ss., pp. 277-280.

El tema de los conflictos de interés ha dado lugar a mucho debate. Los autores distinguen tres tipos: el “*conflicto transaccional*” o vertical (derivados de las transacciones del administrador); el conflicto posicional u horizontal (donde el administrador busca reforzar su posición, un caso sería ante una opa); y los conflictos residuales (estos son más irrelevantes para el derecho y sería por ejemplo el fenómeno “*empire-building*”)<sup>96</sup>.

El primero de ellos se suele dar en la compraventa de sociedades y puede ser directo o indirecto en la operación por ejemplo un “*management buyout*”. Un caso claro sería el del socio mayoritario que está y/o controla el consejo de administración y desea adquirir una mayor parte de la sociedad. En el segundo de ellos, se da el problema de agencia especialmente en la empresa adquirida donde algún socio mayoritario puede buscar algún beneficio personal en detrimento de los minoristas. En este caso los administradores deberían velar por el “*principio de paridad de trato entre los socios*”. Esto se da mucho en operaciones de autocartera y de suministro de información privilegiada a los socios de control<sup>97</sup>.

---

<sup>96</sup> Paz-Ares y Núñez-Lagos, *cit.*, pp. 281-283.

<sup>97</sup> Paz-Ares y Núñez-Lagos, *cit.*, pp. 283-305.

## **4 Protección de los derechos de los socios minoritarios a través de los pactos parasociales**

### **4.1 Concepto, finalidad y clases. Cláusulas de arrastre y de acompañamiento**

*“Los pactos parasociales son convenios celebrados entre algunos o todos los socios con el fin de completar, concretar o modificar, en sus relaciones internas, las reglas legales y estatutarias que la rigen”<sup>98</sup>.*

Los pactos parasociales pueden tener un amplio contenido. Aquellos que prevén medidas a favor de socios minoritarios suelen establecer un quorum reforzado para la adopción de determinados acuerdos como aumentos de capital o modificaciones estructurales, reconocen el derecho de separación del socio minoritario (opción de venta de las participaciones a un precio determinado por un tercero), reserva de derechos en el consejo de administración, entre otros. Los pactos pueden también consistir en agrupaciones para el ejercicio del voto (sindicatos de voto), prevén mecanismos de resolución de conflictos, restricciones de la transmisibilidad de las acciones o participaciones (sindicatos de bloqueo), instituyen un derecho de arrastre en caso de venta de acciones o participaciones (de modo que el socio mayoritario que quiere vender arrastra a los demás, evitando que el comprador negocie a la baja), asignan un derecho de “acompañamiento” también en caso de venta de acciones o participaciones y normalmente a favor de socios minoritarios, para el caso de que un socio (normalmente mayoritario) reciba una oferta por sus acciones o participaciones, los demás socios tengan derecho a vender sus acciones o participaciones en la proporción correspondiente participando en dicha venta, entre otros<sup>99</sup>.

---

<sup>98</sup> Paz-Ares, C. (2003). El enforcement de los pactos parasociales. *Actualidad jurídica Uría & Menéndez*, (5). P. 19.

<sup>99</sup> Campuzano, Sebastián Quetglas y Tortuero, *cit.*, pp. 147 y ss., p. 149 y Martínez Rosado, J., *Los pactos parasociales*, 2017, Madrid, España: Marcial Pons, pp. 25 y ss., p. 45 y Alfaro, J., “Los problemas contractuales en las sociedades cerradas”, *InDret*, 2005, no 4.

Se suele distinguir entre pactos parasociales firmados por todos los socios u omnilaterales (frecuentes en sociedades con pocos socios o cerradas) y los suscritos por un grupo de socios (para controlar la sociedad). Los pactos omnilaterales suelen recoger las reglas de gobierno de la sociedad, que en las sociedades cerradas tienen un amplio contenido contractual. El propósito de estos pactos es reducir los conflictos entre los socios en relación con el control de la sociedad<sup>100</sup>.

En las sociedades cerradas generalmente no es fácil disolver la sociedad por iniciativa del socio minoritario y tampoco existe un mercado de participaciones donde el socio para vender sus participaciones. A su vez, permitir la salida fácil de los socios impediría la realización de proyectos empresariales a largo plazo. Todo ello unido al carácter incompleto de los contratos de sociedad, permite la aparición de situaciones de explotación de los socios mayoritarios sobre los minoritarios. El problema se agrava cuando los intereses de los socios son diferentes, es decir, bien cuando algún socio no participa directamente en la gestión o bien cuando algunos de los socios tienen su principal fuente de ingresos en los beneficios de la sociedad y otros en una relación contractual (un contrato de trabajo, por ejemplo)<sup>101</sup>.

Además, estos pactos son más frecuentes en las sociedades cerradas cuando alguno de los socios no está unido personal o familiarmente a los demás, sino que es un inversor. El socio minoritario tratará en este caso de introducir en el momento inicial reglas para exigir su consentimiento cuando se pretendan modificar aspectos fundamentales o cláusulas de indemnización para el caso de la disolución anticipada de la sociedad. Los demás socios negociarán con el socio minoritario su entrada en la sociedad ofreciendo algún incentivo porque, en caso contrario, éste o bien exigirá una mayor remuneración o bien directamente se negará a participar<sup>102</sup>.

La situación es diferente en las sociedades cotizadas, donde este tipo de reglas se encuentran en la normativa del mercado de valores o en las recomendaciones de los códigos de buen gobierno y en las que los accionistas no satisfechos pueden fácilmente vender sus acciones.

---

<sup>100</sup> Sáez Lacave, M. I., “Los pactos parasociales de todos los socios en Derecho español: Una materia en manos de los jueces”, *Revista de Derecho de Sociedades*, 2010, 1(34), 103-123.

<sup>101</sup> Alfaro, *cit.*, pp. 1-21.

<sup>102</sup> Alfaro, *cit.*, pp. 1-21.

En definitiva, los pactos parasociales se introducen con el propósito de evitar los conflictos surgidos entre los socios mayoritarios y minoritarios y cumplen una función equivalente a la que tienen encomendada los deberes fiduciarios de diligencia y lealtad de los socios<sup>103</sup>.

Los socios deben decidir el contenido de los estatutos y de los pactos parasociales porque las normas para la celebración, modificación y las consecuencias en caso de incumplimiento no son iguales en ambos casos. El contenido de los estatutos está regulado y limitado por la LSC (artículo 23), sometido a calificación por el Registrador Mercantil y a la publicidad por lo que habitualmente los socios prefieren incluir sus acuerdos en los pactos parasociales y redactar los estatutos sólo con las menciones obligatorias que exige la ley<sup>104</sup>.

Por el contrario, en el caso de las sociedades cotizadas, están sujetos a publicidad los pactos parasociales que versen sobre el ejercicio de voto en las juntas generales, restrinjan o condicionen la libre transmisibilidad de las acciones o de obligaciones convertibles o canjeables, estableciendo la obligación de poner dichos pactos en conocimiento de la sociedad y de la CNMV, comunicarlo como hecho relevante y depositarlos en el Registro Mercantil (arts. 530 a 535 LSC).

## **4.2 Eficacia de los pactos parasociales**

Por lo que se refiere a la eficacia de los pactos parasociales, los autores han distinguido entre el *enforcement* inter-partes, a través del derecho de obligaciones, y el *enforcement* específico del derecho societario que, en determinadas ocasiones pudieran tener, aunque en principio queden fuera del ordenamiento de la persona jurídica ya que por propia voluntad de los socios se han separado del contrato de sociedad.

A este respecto, cuando los socios acuden a los tribunales buscando que se declare la eficacia societaria del pacto parasocial, se enfrentan con la regla de la inoponibilidad del art. 29 LSC en el sentido que los pactos que se mantengan reservados entre los socios no

---

<sup>103</sup> Sáez Lacave, *cit.*, pp. 103-123.

<sup>104</sup> Sáez Lacave, *cit.*, pp. 103-123.

serán oponibles a la sociedad. No obstante, este principio es discutible cuando las partes del pacto y las partes del contrato de sociedad son las mismas y, aunque la cuestión suscita enorme controversia, paulatinamente parece que va prevaleciendo esta idea<sup>105</sup>.

En cambio, en otras ocasiones se ha optado por una aplicación formalista de la ley, argumentando el Tribunal Supremo que la mera infracción del convenio parasocial no basta, por sí sola, para la anulación del acuerdo impugnado. Aunque el Tribunal Supremo reconoce que estos pactos no están constreñidos por los límites que a los acuerdos sociales y a los estatutos imponen las reglas societarias -de ahí su gran utilidad- sino a los límites previstos en el art. 1255 del Código Civil, añade que el problema que se plantea no es el de la validez de los pactos sino el de su eficacia cuando no se trasponen a los estatutos sociales y existen dos regulaciones contradictorias. La mera infracción del convenio parasocial no basta por sí sola para la anulación del acuerdo impugnado, para estimar la impugnación del acuerdo social es preciso justificar que este infringe, además del pacto parasocial, la ley, los estatutos, o que el acuerdo lesione, en beneficio de uno o varios socios o de terceros, los intereses de la sociedad<sup>106</sup>.

Por el contrario, la STS de 4/3/2000, argumenta que la infracción del interés común de los accionistas es una forma de deslealtad hacia el interés común de todos los socios y, por ello, es contrario al interés social. En consecuencia, la mayoría que aprueba un acuerdo contrario a los compromisos parasociales (acordados por unanimidad de todos) está infringiendo su deber de lealtad hacia la minoría, pues el beneficio de unos con la vulneración del pacto unánime necesariamente comporta el perjuicio de los otros.

A la vista de la jurisprudencia anterior, puede destacarse que nuestro Tribunal Supremo, salvo en la última sentencia, no ha valorado la violación del pacto parasocial como infracción fiduciaria, cuando cualquier acuerdo que contravenga un pacto suscrito por todos los socios revela una desconsideración de sus intereses, una forma de deslealtad o infidelidad<sup>107</sup>. Estos son principios abstractos, pero en este caso están concretados en los pactos parasociales.

---

<sup>105</sup> Paz-Ares, *cit.*, pp. 21-40.

<sup>106</sup> STS 659/2016 de 25 de febrero de 2016.

<sup>107</sup> Paz-Ares, *cit.*, pp. 40 y 41.

Se ha sugerido, con el fin de hacer oponibles a la sociedad los pactos, incluir a la propia sociedad como parte del mismo para que de esta forma la sociedad quede obligada a velar por su cumplimiento, que es la solución adoptada por el derecho inglés<sup>108</sup>. También sería posible que los nuevos socios tuvieran que adherirse a los pactos en vigor<sup>109</sup>.

Por nuestra parte, consideramos que los pactos parasociales serían un instrumento útil para proteger los intereses de los minoritarios si su eficacia, en caso de no cumplimiento voluntario, se viese respaldada judicialmente. Ya hemos visto que, salvo que todos los socios sean firmantes del pacto en cuestión, la jurisprudencia no siempre anula el acuerdo social impugnado por ser contrario a lo dispuesto en un pacto parasocial.

---

<sup>108</sup> Sáez Lacave, *cit.*, 103-123.

<sup>109</sup> Paz-Ares, *cit.*, pp. 41-43.

## CONCLUSIÓN

La legislación mercantil, en el ámbito de las sociedades de capital, reconoce al socio o a los socios que, de forma individual o conjunta, sean titulares de un determinado porcentaje del capital social, el ejercicio de una serie de derechos, son los derechos de la minoría que, junto con los derechos de que disponen los socios individualmente, constituyen los mecanismos previstos legalmente para la defensa de sus intereses.

Entre los derechos reconocidos a todos los socios se encuentra el derecho de suscripción o asunción preferente en los aumentos de capital con creación de nuevas participaciones o emisión de nuevas acciones, pero únicamente en los casos en que ésta se haga con cargo a aportaciones dinerarias. Como ya se ha expuesto, los efectos de la no suscripción o asunción conlleva la dilución de la participación del socio en la sociedad. Aunque dicho derecho resulte incompatible en ocasiones por la propia naturaleza del objeto de la aportación, consideramos que sería más beneficioso para los socios minoritarios que se reconociese el derecho de suscripción o asunción en todo caso con posibilidad, mediante acuerdo de la junta, de excluir su aplicación por razón del interés social.

Este derecho de suscripción o asunción preferente de los socios tiene un papel relevante en las denominadas operaciones acordeón, por cuanto exigirá a los socios realizar nuevas aportaciones si quieren mantener su condición de tal. En consecuencia, esta operación puede resultar perjudicial para los socios minoritarios al verse expulsados de la sociedad, en el caso de que no suscriban la ampliación, y ello sin recibir ningún tipo de contraprestación.

El derecho de separación se configura como un medio de protección del socio frente a determinados acuerdos sociales, no reconociéndose en nuestra legislación un derecho de separación *ad nutum* ni una separación por justos motivos. Curiosamente se prevé en la LME en los supuestos de transformación societaria, fusión transfronteriza y traslado internacional del domicilio social pero no en los casos de fusión o escisión. La fusión transfronteriza y el traslado internacional del domicilio obedecen al mismo principio. Pero, en cambio, en los supuestos de transformación societaria, fusión o escisión, consideramos que se trata de una incoherencia legislativa. Si la transformación de una sociedad anónima en sociedad limitada da derecho a la separación de los socios que voten

en contra, la absorción de una sociedad anónima por una sociedad limitada debería conceder el mismo derecho y no es así. Por tanto, sugerimos que se unifique el régimen jurídico en todos los casos. Lo lógico sería sólo reconocer el derecho de separación en el caso de que el cambio opere de sociedad capitalista a personalista, dado el diferente régimen de responsabilidad de los socios, pero no en los casos que sea entre sociedades de capital (de anónima a limitada, siguiendo con el ejemplo expuesto).

Además, consideramos que hay un supuesto excepcional en el que se debería reconocer el derecho de separación del socio. Se trata de los supuestos de absorción de una sociedad participada al 90%, puesto que la LSC no exige ni siquiera la celebración de junta general para la adopción de los correspondientes acuerdos previendo que el socio mayoritario va a imponer su voluntad, debería reconocerse a los socios minoritarios un derecho de separación.

Por otra parte, en el caso de las opas, la normativa que pretende proteger especialmente a los socios de las sociedades cotizadas, que tienden a estar atomizados en su mayoría, consideramos que no consigue su finalidad, pues protege al socio minoritario en el presente, pero no en el largo plazo. Son destacables también las cláusulas *squeeze-out* (en beneficio del socio mayoritario) y *sell-out* (en beneficio del minoritario, que son los que obligan al mayoritario a comprar), para solventar el exceso de control de una sociedad por parte del socio mayoritario, y que deberán ser analizadas en cada caso para ver las implicaciones para el minoritario. Además, nos parece peligrosa el caso de las *LBO forward merger*, porque, aunque formalmente se evite caer en el supuesto de la asistencia financiera, en la práctica se puede llevar a la insolvencia a la sociedad adquirida por el exceso de endeudamiento de la operación.

La cesión global del activo y pasivo puede ser utilizada para realizar una compra encubierta; goza de cierta flexibilidad normativa, especialmente si no hay liquidación de la sociedad cedente, por lo que puede ser especialmente desfavorable para el socio minoritario.

En cuanto a la escisión, el socio minoritario, en el caso de que intervenga otra sociedad existente, puede verse perjudicado debido a la dilución de su participación y al tipo de canje. Del mismo modo que en otras operaciones societarias, existe la posibilidad de que la escisión se deba más a interés del socio mayoritario que al interés social.

En relación con los derechos de los socios minoritarios y la situación económico – financiera de la sociedad, consideramos que la regulación del derecho de separación en los casos de falta de distribución del dividendo debería ser revisada. La solución pasaría por tipificar legalmente el deber de fidelidad del socio vinculando a su incumplimiento sanciones concretas y configurar estatutariamente como prestación accesoria dicho deber en el ejercicio del derecho de separación del art. 348 bis LSC, en el sentido de no ejercitar dicho derecho cuando se pueda poner en peligro la solvencia y continuidad de la sociedad; en caso de incumplimiento se aplicarían los efectos correspondientes al incumplimiento de dichas prestaciones accesorias

Del mismo modo, las financiaciones sindicadas deben ser tratadas con especial precaución debido a que pueden perjudicar los intereses de los socios, los cuales no cobrarán dividendos si el contrato de financiación requiere que no se repartan hasta que no se haya pagado la deuda. También el incumplimiento de algún *covenant* puede conllevar la declaración de un *Event of default* y exigirse de inmediato el pago completo de la deuda, lo cual puede suponer en ocasiones, debido a las magnitudes de estos préstamos, el concurso de las sociedades. Asimismo, en nuestra opinión, en estos contratos los bancos se pueden llegar a convertir en unos auténticos administradores de hecho y deberían de calificarse como tal en un proceso concursal.

En relación con el órgano de administración, la figura del consejero independiente puede tener especial utilidad para la protección de los intereses de los accionistas minoritarios que no tienen acceso a un puesto en el consejo, pero entendemos que debería darse un paso más en la política “*cumplir o explicar*” y exigirse efectivamente el cumplimiento de la iniciativa y, que el número de consejeros independientes fuera equivalente al tercio del total de consejeros.

Al margen de los pactos estatutarios, los pactos parasociales se presentan como un instrumento adecuado para que los socios minoritarios puedan prever medidas a su favor. Aunque es indiscutible su eficacia en el ámbito del derecho de obligaciones, sus efectos en el ámbito societario han sido cuestionados por la jurisprudencia en base a la regla de la inoponibilidad del art. 29 LSC, aunque este principio debería decaer cuando las partes del pacto y las partes del contrato de sociedad son las mismas y, por ello, consideramos que debería regularse así legalmente.

La existencia de un abanico muy diverso de sociedades de capital en nuestro país, desde las sociedades cerradas o con pocos socios que suelen adoptar la forma de sociedad limitada, hasta las grandes SA cotizadas supone, como se ha expuesto, problemáticas diferentes en relación con las operaciones societarias y los derechos de los socios minoritarios. Pero en todas ellas el concepto del interés social, junto a los deberes fiduciarios de socios y administradores, podría servir de principio rector del respeto de los derechos de la minoría, entendiéndose que se lesiona el interés social cuando los acuerdos se imponen de forma abusiva por la mayoría, no responden a una necesidad de la sociedad o se adoptan por la mayoría en interés propio y en detrimento injustificado de los demás socios.

Como limitaciones a este trabajo, señalaría la imposibilidad de tratar de forma individualizada otras operaciones societarias como la reducción de capital o la transformación, por razones de extensión. Sugiero para futuras líneas de investigación, el análisis de la interrelación de estas operaciones en los ámbitos mercantil y fiscal, así como con otras ramas del ordenamiento jurídico (Derecho Laboral, Administrativo, Contable o Penal). También otros temas interesantes serían las adquisiciones por instrumentos financieros y derivados y la figura del voto vacío.

En nuestra opinión este trabajo fin de grado refleja no solo el funcionamiento de algunas de las operaciones societarias más relevantes en el tráfico jurídico, sino también un extenso análisis de la situación actual del socio minoritario en nuestro derecho societario.

## **BIBLIOGRAFÍA**

### **A. Doctrina**

Abad, E. y Cobos, J. M., “Reparto legal mínimo de dividendos: Derecho de separación. tributación y solvencia de la sociedad”, *Revista de derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, 2018, no 28, pp. 275-291.

Acero, I. y Alcalde, N., “Heterogeneidad en los consejos de administración en España”, *Información Comercial Española, ICE: Revista de economía*, 2010, no 854, pp. 85-103.

Alfaro, J., “Los problemas contractuales en las sociedades cerradas”, *InDret*, 2005, no 4.

Álvarez, S. “La aportación de unidad económica a una sociedad de capital: opciones y problemas”, *Revista de derecho mercantil*, 2017, no 304, pp. 207-244.

Broseta Pont, M y Martínez Sanz, F., *Manual de Derecho de Derecho Mercantil Volumen I*, 2017, Madrid, España: Editorial Tecnos, pp. 402 y ss., p. 413; pp. 450 y ss., pp. 482, 506 y 507; pp. 513 y ss., pp. 524, 527 y 533.

Campins, A. y Alfaro, J., “Abuso de la mayoría en el reparto de dividendos y derecho de separación del socio en las sociedades de capital”, en *Liber amicorum Juan Luis Iglesias*. 2014, pp. 65-93, p. 73, 75, 76 y 79.

Campuzano, A. B., Sebastián Quetglas, R. y Tortuero, J. (Dirs.), *Esquemas de adquisiciones de empresas*, 2017, Valencia, España: Tirant lo Blanch, pp. 25 y ss., pp. 27-29; pp. 113 y ss., pp. 113 y 126; pp. 147 y ss., pp. 149; pp. 193 y ss., pp. 193-202; pp. 207 y ss., pp. 207-212.

Castro, C., “Dirección del conflicto cultural en fusiones y adquisiciones”, *Investigaciones europeas de dirección y economía de la empresa*, 2003, vol. 9, no 2, pp. 129-150.

Cuevas, J. M., “El código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas”, *Cuenta con IGAE*, 2006, no 15, pp. 37-42.

Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo, Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas, 2013, recuperado de [https://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/codigogov/cegc\\_estmodif\\_20131014.pdf](https://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/codigogov/cegc_estmodif_20131014.pdf) visto el 16/03/2018, pp.15 y ss., p.16.

Díaz, E., “La utilización de instrumentos financieros derivados en las tomas de control de empresas”, en Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2016, Las Rozas (Madrid), España: Wolters Kluwer España, pp. 625 y ss., pp. 631-633, 636-651.

Escobar, B., y Lobo, A., *Fusiones y adquisiciones de Empresas: Su impacto sobre los sistemas de control*, 2005, Sevilla, España: Universidad de Sevilla, pp. 99 y ss., pp.133-136.

Espejo-Saavedra, J. L., y Ortega, F. J., “Claves sobre la compra apalancada y la prohibición de la asistencia financiera”, *Estrategia financiera*, 2006, no 232, p. 20-25.

Fernández del Pozo, L., “Aumento de capital por compensación de créditos y desequilibrio patrimonial de la sociedad deudora. La" preceptiva" reducción de capital social previa”, *La Ley mercantil*, 2014, no 8, pp. 20-28.

Gandía Pérez, E., “Derecho de suscripción preferente en el aumento de capital por compensación de créditos: A propósito de la SAP Madrid, de 26 de octubre de 2015 (AC 2016, 94)”, *Revista de derecho de sociedades*, 2016, no 48, pp. 351-377.

García de Enterría, J., “El proceso de sindicación en una financiación sindicada”, en Manzanares (Coord.), *Estudios sobre Financiaciones Sindicadas*, 2017, Pamplona, España: Editorial Aranzadi, pp. 89 y ss., p. 109.

García de Enterría, J., “Aspectos generales de las operaciones de adquisición de empresas”, en Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2016, Las Rozas (Madrid), España: Wolters Kluwer España, pp. 45 y ss., pp. 53-55 y 62-63.

García Llana, R., “La contabilidad en la adquisición de empresas”, en Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2016, Las Rozas (Madrid), España: Wolters Kluwer España, pp. 983 y ss., pp. 989.

García-Alarcón, B., “La visión de una compañía <<investment grade>> como deudora de una financiación sindicada”, en Manzanares (Coord.), *Estudios sobre Financiaciones Sindicadas*, 2017, Pamplona, España: Editorial Aranzadi, pp. 113 y ss., p. 123.

García-Perrote, I. y Barros, M., “Aspectos laborales de las adquisiciones de empresas”, en Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2016, Las Rozas (Madrid), España: Wolters Kluwer España, pp. 1047 y ss., pp. 1052 y 1053.

González, A., “La visión del riesgo del financiador en la financiación sindicada: proteger el crédito sin inferir en el negocio”, en Manzanares (Coord.), *Estudios sobre Financiaciones Sindicadas*, 2017, Pamplona, España: Editorial Aranzadi, pp. 283 y ss., pp. 299 y 300.

Gutiérrez, A. y Arranz, T., “El control de las concentraciones económicas por las autoridades de defensa de la competencia”, en Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2016, Las Rozas (Madrid), España: Wolters Kluwer España, pp. 901 y ss., pp. 905-907.

Herrero, M., “Consideraciones jurídico-administrativas en relación con las fusiones y adquisiciones de empresas: sectores regulados y condiciones generales”, en Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2016, Las Rozas (Madrid), España: Wolters Kluwer España, pp. 1075 y ss., pp. 1079 y 1080.

Hoedl, C., “La cesión global de activo y pasivo”, en Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2016, Las Rozas (Madrid), España: Wolters Kluwer España, pp. 861 y ss., pp. 866-869, 873-877, 880-882.

López Pombo, D., “Aspectos fiscales de las adquisiciones de empresas”, en Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2016, Las Rozas (Madrid), España: Wolters Kluwer España, pp. 1013 y ss., pp. 1018 y 1019.

Manzanares, A., “El desenvolvimiento de la vida de una financiación sindicada, circunstancias sobrevenidas y supuestos de incumplimiento: la protección de los acreedores”, en Manzanares (Coord.), *Estudios sobre Financiaciones Sindicadas*, 2017, Pamplona, España: Editorial Aranzadi, pp. 411 y ss., pp. 438, 445-449.

Martínez Rosado, J., *Los pactos parasociales*, 2017, Madrid, España: Marcial Pons, pp. 25 y ss., p. 45.

Moya, J., “La exclusión legal del derecho de preferencia en los aumentos de capital con cargo a aportaciones no dinerarias o por compensación de créditos a la luz de la ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles y de la ley de sociedades de capital”, *Revista Aranzadi Doctrinal*, 2010, no 8, pp. 25-36.

Paredes, C., Pereda, J. y Redonet, J., “Ofertas Públicas de adquisición de valores (I)”, en Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2016, Las Rozas (Madrid), España: Wolters Kluwer España, pp. 483 y ss., pp. 488-494.

Paz-Ares, C. (2003). El enforcement de los pactos parasociales. *Actualidad jurídica Uría & Menéndez*, (5). Pp. 19-43.

Paz-Ares, C. y Núñez-Lagos, R., “La actuación del órgano de administración en la compra y venta de la sociedad: los conflictos de interés”, en Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2016, Las Rozas (Madrid), España: Wolters Kluwer España, pp. 273 y ss., pp. 277-305.

Perdices, A., “Asistencia financiera y compra de empresa”, en Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2016, Las Rozas (Madrid), España: Wolters Kluwer España, pp. 307 y ss., pp. 311-312.

Pulgar, J., “Reparto legal mínimo de dividendos: protección de socios y acreedores (Solvency Test)”, *Revista de derecho bancario y bursátil*, 2017, vol. 36, no 147, pp. 139-176, pp. 3, 6, 9, 19, 24, 25.

Rivero, P., “Responsabilidad social y gobierno corporativo: información y transparencia”, *RAE: Revista Asturiana de Economía*, 2005, no 34, pp. 9-29.

Rodas, P., *La separación del socio en la Ley de sociedades de capital*, 2013, Madrid, España: Marcial Pons, pp. 41 y ss., pp. 74-82.

Sáez Lacave, M. I., “Los pactos parasociales de todos los socios en Derecho español: Una materia en manos de los jueces”, *Revista de Derecho de Sociedades*, 2010, 1(34), 103-123.

San Miguel Bardón, F., “Escisión. Algunas consideraciones prácticas”, en Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2016, Las Rozas (Madrid), España: Wolters Kluwer España, pp. 829 y ss., pp. 833 y 834, 848-856.

Sánchez-Graells, A., “Extinción de las Sociedades de Capital”, en Ibáñez (Coord.), *Fundamentos de Derecho Empresarial Tomo II: Derecho de Sociedades*, 2015, Cizur Menor (Navarra), España: Editorial Aranzadi, pp. 267 y ss., pp. 273 y 274.

Uría, R., Menéndez, A., García de Enterría, J., “La sociedad anónima: la modificación de los estatutos sociales”, en Uría y Menéndez (Dirs.), *Curso de Mercantil I: Segunda Edición*, 2006, Cizur Menor (Navarra), España: Editorial Aranzadi, pp. 1023 y ss., pp. 1042-1044.

Veiga Copo, A. B. y Martínez Muñoz, M., “Entidades financieras y administración de hecho en la reestructuración empresarial”, *Revista de derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, 2018, no 28, pp. 17-36.

Villoria, I., “Refinanciación y concurso en una financiación sindicada”, en Manzanares (Coord.), *Estudios sobre Financiaciones Sindicadas*, 2017, Pamplona, España: Editorial Aranzadi, pp. 469 y ss., pp. 479.

Vives Ruiz, F., “La fusión de sociedades”, en Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2016, Las Rozas (Madrid), España: Wolters Kluwer España, pp. 719 y ss., pp. 729-731, 739-749.

Vives Ruiz, F., “Las fusiones apalancadas (art. 35 de la Ley sobre Modificaciones Estructurales)”, en Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2016, Las Rozas (Madrid), España: Wolters Kluwer España, pp. 753 y ss., pp. 759-761.

## **B. Legislación**

Anteproyecto de Ley del Código Mercantil. Ministerio de Justicia y Ministerio de Economía y Competitividad (C.M. 30/05/2014).

Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición. «DOUE» núm. 142, de 30/04/2004.

Directiva 2007/36/CE, del Parlamento europeo y del Consejo, de 11 de junio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de las sociedades cotizadas. «BOE» núm. 184, de 2/08/2011.

Ley 1/2012, de 22 de junio, de simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital.

Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal. «BOE» núm. 164, de 10/07/2003.

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. «BOE» núm. 184, de 2/08/2011.

Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas. «BOE» núm. 171, de 18/07/2003.

Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades. «BOE» núm. 288, de 28/11/2014.

Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. «BOE» núm. 82, de 04/04/2009.

Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo. «BOE» núm. 293, de 4/12/2014.

Ley 60/2003, de 23 de diciembre, de Arbitraje. «BOE» núm. 309, de 26/12/2003.

Proposición de Ley para modificar el artículo 348 bis de la Ley de Sociedades de Capital 122/000151, presentada por el Grupo Parlamentario Popular en el Congreso. «BOCG» núm. 184, de 1/12/2017.

Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil. «BOE» núm. 184, de 31/07/1996.

Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil. «BOE» núm. 206, de 25/07/1889.

Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal. «BOE» núm. 281, de 24/11/1995.

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. «BOE» núm. 161, de 03/07/2010.

Ley 9/2015, de 25 de mayo, de medidas urgentes en materia concursal. «BOE» núm. 125, de 26/05/2015.

Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. «BOE» núm. 310, de 27/12/1989.

Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. «BOE» núm. 255, de 24/10/2015.

Real Decreto-ley 11/2014, de 5 de septiembre, de medidas urgentes en materia concursal. «BOE» núm. 217, de 6/09/2014.

## **C. Jurisprudencia**

### **C.1 Tribunal Supremo**

STS 1171/2007, de 9 de noviembre (La Ley 174738/2007).

STS 128/2009 (JUR 2009/140200).

STS 138/2009 (JUR 2009/14021).

STS 659/2016 de 25 de febrero de 2016 (ECLI:ES:TS: 2016:659).

STS de 10 de diciembre de 2008 (RJ 20009/17).

STS de 10 de febrero de 1992 (Ar.1204).

STS de 24 de septiembre de 1987 (Ar. 6194).

STS de 26 de febrero de 1991 (Ar. 1600).

STS de 26 de mayo de 2015 (RJ 5761).

STS de 7 de diciembre de 2011 (RJ 2012, 3521).

STS, del 16 de septiembre de 2000 (EDJ 2000/25692).

## **C.2 Audiencia Provincial**

Auto de la Audiencia Provincial de Madrid, de 9 de enero de 2007 (AC 2007\1160).

SAP de A Coruña (Sección 4ª) Sentencia núm. 12/2018 de 15 enero (JUR\2018\28220).

SAP de Madrid, de 13 de marzo de 2007 (AC 2007, 893).

## **C.3 Juzgado de lo Mercantil**

SJM nº 1 de Valencia de 13 de julio de 2007 (Roj: 97).

## **D. Doctrina Administrativa**

Resolución de la Comisión Rectora del FROB de fecha 7 de junio de 2017. «BOE» núm. 155, de 30/06/2017, pp. 7 y 8.

RDGRN de 2 de marzo de 2011 (RJ 2011, 2608).

## **E. Otros**

Alba, M., La sangría del FROB: sólo recupera 2,1 millones de los 40.000 inyectados a las cajas nacionalizadas en 2012. *Vozpópuli*, 30 de julio de 2013, recuperado de [https://www.vozpopuli.com/economia-y-finanzas/FROB-Novagalicia-Catalunya\\_Banc-Antonio\\_Carrascosa\\_0\\_610738953.html](https://www.vozpopuli.com/economia-y-finanzas/FROB-Novagalicia-Catalunya_Banc-Antonio_Carrascosa_0_610738953.html) visto el 8/04/2018.

Burguera Abogados, “¿Cómo controlar una empresa con menos del 50% del capital?”, 2013, recuperado de <https://www.burgueraabogados.com/como-controlar-una-empresa-con-menos-del-50-del-capital/> visto el 4/04/2018.

Del Castillo, I., Telefónica compra el 90% de Tuenti por 70 millones. *El Expansión*, 5 de agosto de 2010, recuperado de <http://www.expansion.com/2010/08/03/empresas/tmt/1280869139.html> visto el 5/03/2018.

Diapositivas de la asignatura Fusiones y Adquisiciones, “Mergers and Acquisitions General Overview”, *ICADE*, 2017, recuperado de <http://www.iairgroup.com/phoenix.zhtml?c=240950&p=aboutoverview>, visto el 3/02/2018, p. 15.

El Gobierno tendrá la última palabra en la OPA de Atlantia sobre Abertis (7 de diciembre de 2017). Libre Mercado. Recuperado de <https://www.libremercado.com/2017-12-07/el-gobierno-tendra-la-ultima-palabra-en-la-opa-de-atlantia-sobre-abertis-1276610328/> visto el 18/02/2018.

Grant Thornton, “Los Consejos de Administración del futuro: Conduciendo a las organizaciones hacia el éxito”, 2017, recuperado de [https://www.grantthornton.es/globalassets/\\_\\_\\_spain\\_\\_\\_/insights/los-consejos-de-administracion-del-futuro.pdf](https://www.grantthornton.es/globalassets/___spain___/insights/los-consejos-de-administracion-del-futuro.pdf) visto el 4/04/2018, p. 20.

Hochtief, “Solicitud de autorización a la CNMV, 2017”, recuperado de [http://www.grupoacs.com/ficheros\\_editor/File/03\\_accionistas\\_inversores/05\\_hechos\\_relevantes/2017/2017\\_10\\_18\\_CNMV.pdf](http://www.grupoacs.com/ficheros_editor/File/03_accionistas_inversores/05_hechos_relevantes/2017/2017_10_18_CNMV.pdf) visto el 15/03/2018.

Informe Aldama de la comisión especial para el fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados financieros y en las Sociedades Cotizadas. *Madrid: Ministerio de Economía y Hacienda*, 2003.

Informe del Comité Olivencia sobre el gobierno de las sociedades. *Consejo de Ministros. Madrid*, 1998.

La última víctima del apocalipsis del retail: Toys R Us se declara en quiebra, *El Economista*, 19 de septiembre de 2017, recuperado de

<http://www.eleconomista.es/distribucion/noticias/8616141/09/17/La-ultima-victima-del-apocalipsis-del-retail-Toys-R-Us-se-declara-en-quebra.html> visto el 12/04/2018.

Microsoft cierra la compra de LinkedIn, *El Expansión*, 8 de diciembre de 2016, recuperado de <http://www.expansion.com/economia-digital/companias/2016/12/08/58499f3c468aeb38638b466f.html> visto el 27/02/2018.

Ortín, A., “La banca no tendrá consejeros en la nueva Abengoa pero impondrá 'observadores'”, *Vozpópuli*, 26 de septiembre de 2016, recuperado de [https://www.vozpopuli.com/economia-y-finanzas/empresas/Abengoa-Banca-Felipe\\_Benjumea-consejo\\_0\\_956304366.html](https://www.vozpopuli.com/economia-y-finanzas/empresas/Abengoa-Banca-Felipe_Benjumea-consejo_0_956304366.html) visto el 04/2018.

Perdices, A., “Supresión de cláusulas restrictivas de la transmisibilidad de acciones y participaciones que reconocen derechos de adquisición preferente a los socios”, [entrada de un blog], *Almacén de Derecho*, de 31 de marzo de 2017, recuperado de <http://almacenederecho.org/supresion-clausulas-restrictivas-la-transmisibilidad-acciones-participaciones-reconocen-derechos-adquisicion-preferente-los-socios/> visto el 16/04/2018.

Sánchez-Graells, A., “El nuevo deber de reparto de dividendos de las sociedades de capital: ¿Dónde queda la autonomía de la Junta en la determinación del interés social?” [entrada de publicada en el blog], *How to Crack a Nut: A blog on EU economic law*, 5 de septiembre de 2011, recuperado de <http://howtocrackanut.blogspot.com2011/09/el-nuevo-deber-de-reparto-de-dividendos.html> visto el 25/01/2018.

Telefónica cierra su segunda red social con Tuenti, *El Español*, 1 de febrero de 2016, recuperado de [https://www.elespanol.com/economia/20160201/98990226\\_0.html](https://www.elespanol.com/economia/20160201/98990226_0.html) visto el 31/03/2018.