

FRANCISCO JOSÉ LEÓN SANZ

(Director)

SONIA RODRÍGUEZ SÁNCHEZ

GLORIA PUY FERNÁNDEZ

(Coordinadoras)

# TENDENCIAS ACTUALES EN LA ORDENACIÓN DEL CONTROL Y EL CAPITAL EN LAS SOCIEDADES MERCANTILES

VII Congreso de la Asociación Sáinz de Andino

Manuel OLIVENCIA  
Francisco José LEÓN SANZ  
Carlos PETIT  
Sonia RODRÍGUEZ SÁNCHEZ  
Marta ZABALETA DÍAZ  
Josefa BRENES CORTÉS  
Gloria PUY FERNÁNDEZ  
José Manuel SERRANO CAÑAS

Francisco José ARANGUREN URRIZA  
Ángel MARTÍNEZ GUTIÉRREZ  
María Isabel CONTRERAS DE LA ROSA  
María Cruz MAYORGA TOLEDANO  
Arturo GARCÍA SANZ  
Adolfo SILVA WALBAUM  
Alfonso PARRAS MARTÍN  
Ángela María PÉREZ RODRÍGUEZ

UNIVERSIDAD DE HUELVA

Marcial Pons

MADRID | BARCELONA | BUENOS AIRES

2009

# ÍNDICE

	<u>Pág.</u>
<b>PRESENTACIÓN</b> , por José LEÓN SANZ .....	7
<b>CONFERENCIAS</b>	
<b>EL BUEN GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES Y SU EVOLUCIÓN</b> , por Manuel OLIVENCIA .....	11
I. INTRODUCCIÓN .....	11
II. EL TEMA .....	12
1. Denominación .....	12
2. Consideraciones semánticas.....	13
2.1. <i>Corporate Governance</i> y buen gobierno.....	13
A) <i>Governance</i> .....	13
B) <i>Corporate</i> .....	13
C) Buen gobierno.....	15
3. Consideraciones de física dinámica .....	16
4. Consideraciones históricas.....	17
III. LOS TEXTOS ESPAÑOLES .....	17
1. Nueve años, tres documentos .....	17
2. Origen gubernamental.....	18
3. Composición de las Comisiones .....	18
3.1. Carácter privado de las Comisiones OLIVENCIA y ALDAMA .....	18
3.2. Carácter mixto de la Comisión CONTHE.....	19
4. Contenido del mandato del Consejo de Ministros .....	20

	<i>Pág.</i>
4.1. Comisión OLIVENCIA .....	21
4.2. Comisión ALDAMA .....	22
4.3. Comisión CONTHE .....	25
<b>IV. LA ELABORACIÓN DEL CÓDIGO UNIFICADO .....</b>	<b>27</b>
1. El Proyecto y la consulta pública .....	27
2. Defectos denunciados .....	27
2.1. La nota imperativa y reglamentaria .....	27
2.2. El principio «cumplir o explicar» .....	29
2.3. La formulación gramatical de las recomendaciones .....	29
2.4. Las definiciones vinculantes .....	31
3. La subsistencia de definiciones vinculantes en el Código CON- THE .....	32
3.1. Definiciones .....	32
3.2. Vinculantes .....	33
<b>V. LA APROBACIÓN DEL CÓDIGO UNIFICADO POR ACUERDO DEL CONSEJO DE LA CNMV .....</b>	<b>34</b>
 <b>LA REFORMA DE LA REGULACIÓN DE OPAS Y EL RÉGIMEN DE LOS PACTOS PARASOCIALES DE LAS SOCIEDADES COTI- ZADAS, por Francisco LEÓN SANZ .....</b>	 <b>37</b>
<b>INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>38</b>
<b>I. LA OBLIGACIÓN DE PUBLICAR LOS PACTOS PARASO- CIALES .....</b>	<b>39</b>
1. La introducción del deber de publicidad en el Derecho español...	39
2. La publicación de los pactos parasociales en conexión con la información sobre la estructura de control de las sociedades coti- zadas .....	40
3. La delimitación de los pactos parasociales sujetos a publicidad...	42
3.1. Los pactos relativos al derecho de voto .....	44
3.2. Los pactos relativos a la transmisión de las acciones .....	48
3.3. Los pactos relativos a obligaciones convertibles .....	49
3.4. Los pactos indirectos .....	49
3.5. La modificación de los pactos parasociales .....	50
4. La publicación de los pactos parasociales .....	50
4.1. Sujetos obligados .....	51
4.2. La comunicación a la CNMV y la publicación como hecho relevante .....	52
4.3. La publicación por la propia sociedad .....	52
4.4. El depósito en el Registro Mercantil .....	53
5. Los efectos de la publicación de los pactos parasociales .....	54
6. El incumplimiento de los deberes de comunicación y publicidad.	56

	<u>Pág.</u>
6.1. La ineficacia de los pactos no publicados .....	56
6.2. Consecuencias jurídicopúblicas .....	61
<b>II. LOS PACTOS PARASOCIALES Y EL RÉGIMEN DE LAS OPAS.</b>	<b>62</b>
1. Antecedentes .....	62
2. La obligación de presentar una OPA en los supuestos de celebración de un pacto parasocial .....	65
3. Las medidas de neutralización .....	68
3.1. Consideraciones generales.....	68
3.2. Procedimiento.....	69
3.3. Compensación adecuada.....	71
3.4. Efectos de la adopción de las medidas de neutralización ...	73
 <b>EL ANONIMATO DE LA SOCIEDAD MERCANTIL Y LA LLAMADA RESPONSABILIDAD LIMITADA. APUNTES PARA LA HISTORIA DE LAS ANÓNIMAS EN EL DERECHO ESPAÑOL DEL SIGLO XIX, por Carlos PETIT.....</b>	 <b>77</b>

ESTUDIOS

<b>LA SUBORDINACIÓN DE LOS CRÉDITOS DE LOS SOCIOS EN LAS SOCIEDADES DE CAPITAL, por Sonia RODRÍGUEZ SÁNCHEZ ...</b>	<b>95</b>
<b>I. INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>96</b>
1. Planteamiento .....	97
1.1. La separación entre titularidad y gestión como justificación de la limitación del riesgo del socio en la sociedad de capital.....	97
1.2. Supuestos problemáticos .....	98
A) La implicación del socio en la actividad social y en el manejo de los fondos sociales en las sociedades cerradas.....	98
B) La falta de independencia efectiva de la sociedad dependiente en el supuesto de los grupos .....	99
1.3. Financiación sustitutiva del capital.....	100
<b>II. ANTECEDENTES .....</b>	<b>104</b>
1. La doctrina jurisprudencial sobre el levantamiento del velo .....	104
1.1. Referencia a la doctrina jurisprudencial sobre levantamiento del velo en los supuestos de infracapitalización material .....	105
1.2. Referencia a la doctrina jurisprudencial sobre el levantamiento del velo en los supuestos de infracapitalización nominal .....	109

	<i>Pág.</i>
2. Los ensayos de un tratamiento de la infracapitalización: el Anteproyecto de Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada.....	112
2.1. Delimitación del supuesto normativo.....	114
A) Operaciones de los socios, administradores y sociedades del grupo con la sociedad.....	114
B) Función financiera.....	116
C) Sustitutiva del capital.....	118
2.2. Consecuencia jurídica.....	119
<b>III. LA LEY CONCURSAL.....</b>	<b>120</b>
1. Subordinación legal.....	121
1.1. Delimitación subjetiva del supuesto de hecho: persona especialmente relacionada con la sociedad concursada.....	122
A) Operaciones de los socios con la sociedad.....	123
a) Momento relevante para la calificación.....	124
B) Supuestos de grupos.....	126
C) Operaciones de los gestores con la sociedad: en especial, la consideración del socio administrador de hecho.....	129
1.2. Delimitación objetiva del supuesto de hecho: cualquier crédito de persona especialmente relacionada.....	132
1.3. Breve referencia a los préstamos participativos.....	134
1.4. Consecuencia jurídica.....	138
1.5. La propuesta alternativa de capitalización de las deudas....	139
2. El crédito del socio frente a la sociedad en virtud del ejercicio de acciones de reintegración.....	142
3. Recapitulación crítica.....	149
3.1. Delimitación subjetiva.....	150
3.2. Delimitación objetiva.....	152
3.3. Consideraciones finales.....	155
<b>LA CRISIS DEL CONSEJO DE VIGILANCIA EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS ALEMANAS, por Marta ZABALETA DÍAZ.....</b>	<b>157</b>
I. INTRODUCCIÓN.....	157
II. EL SISTEMA DUAL DE ADMINISTRACIÓN EN EL MARCO DEL GOBIERNO CORPORATIVO.....	159
III. LAS DEFICIENCIAS DEL CONSEJO DE VIGILANCIA.....	160
IV. LA COMPOSICIÓN DEL CONSEJO DE VIGILANCIA.....	162
1. La elección de los miembros del Consejo de Vigilancia.....	163
2. La cualificación de los miembros del Consejo de Vigilancia.....	165
3. La independencia de los miembros del Consejo de Vigilancia....	166

	<u>Pág.</u>
V. LA PRESENCIA DE LOS REPRESENTANTES DE LOS TRABAJADORES EN EL CONSEJO DE VIGILANCIA .....	169
<b>EL PAPEL DE LOS CONSEJEROS INDEPENDIENTES EN EL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO</b> , por Josefa BRENES CORTÉS.....	173
I. INTRODUCCIÓN .....	173
II. LA INCORPORACIÓN DE LOS CONSEJEROS INDEPENDIENTES COMO PRINCIPAL RECOMENDACIÓN DE LA COMISIÓN OLIVENCIA.....	174
III. LOS CONSEJEROS INDEPENDIENTES EN EL INFORME ALDAMA, EN LA RECOMENDACIÓN EUROPEA DE 2005 Y EN EL CÓDIGO UNIFICADO DE 2006 .....	177
IV. LOS CONSEJEROS INDEPENDIENTES COMO PIEZA ESENCIAL EN EL GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS .....	180
V. AUSENCIA DE DISPOSICIONES NORMATIVAS QUE EXIJAN LA OBLIGATORIEDAD DE LA PRESENCIA DE LOS CONSEJEROS INDEPENDIENTES.....	182
VI. LOS CONSEJEROS INDEPENDIENTES EN EL ÁMBITO DE LA EMPRESA FAMILIAR.....	190
<b>LA RESPONSABILIDAD SOCIAL EN EL MARCO DEL GOBIERNO CORPORATIVO</b> , por Gloria PUY FERNÁNDEZ .....	193
I. PRESUPUESTOS.....	193
II. LA EVOLUCIÓN DEL DERECHO EUROPEO .....	195
1. La progresiva institucionalización de la SA .....	196
III. EVOLUCIÓN DEL MODELO DE SOCIEDAD NORTEAMERICANO .....	200
1. La liberación progresiva del régimen de la SA y las normas federales sobre mercado de valores.....	200
2. El movimiento de gobierno corporativo.....	202
3. Ley <i>Sarbanes-Oxley</i> : « <i>comply or explain</i> ».....	203
IV. LA RECEPCIÓN DEL MOVIMIENTO DE GOBIERNO CORPORATIVO EN EUROPA .....	204
1. La recepción en los Estados europeos.....	204
2. Cambio de concepción en el Derecho Comunitario .....	207
3. « <i>Comply or explain</i> » e intervención legislativa.....	208
V. LA RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA EN EL CONTEXTO DEL MOVIMIENTO DEL GOBIERNO CORPORATIVO.....	212

	<u>Pág.</u>
1. Las recomendaciones .....	212
2. Los principales aspectos de su contenido .....	215
VI. BIBLIOGRAFÍA .....	217
<b>EL DEBER DE FIDELIDAD AL INTERÉS SOCIAL (ART. 127 BIS LSA), por José Manuel SERRANO CAÑAS .....</b>	<b>221</b>
I. INTRODUCCIÓN: DEBER DE FIDELIDAD Y ESTATUTO DE DEBERES DE LOS ADMINISTRADORES SOCIALES .....	221
II. EL DEBER DE FIDELIDAD COMO CONCRECIÓN DE LA DILIGENCIA: EL DEBER DE CUMPLIR LOS DEBERES LEGALES Y ESTATUTARIOS COMO CONCRECIÓN DE LA DILIGENCIA DEBIDA POR TODO ADMINISTRADOR SOCIAL .....	228
III. LA FIDELIDAD AL INTERÉS SOCIAL COMO MODALIDAD DE CUMPLIMIENTO DEL DEBER DE DILIGENCIA: LA EXIGENCIA CORPORATIVA DE ETICIDAD EN LA GESTIÓN SOCIAL ...	234
IV. LA FIDELIDAD AL INTERÉS SOCIAL COMO CLÁUSULA GENERAL DE LA LEALTAD DEL ADMINISTRADOR SOCIAL: EL DEBER DE INHIBICIÓN EN LAS SITUACIONES DE CONFLICTO DE INTERESES .....	239
V. CONCLUSIÓN: LA FIDELIDAD COMO DEBER AXIAL DEL NUEVO SISTEMA DE DEBERES DE LOS ADMINISTRADORES SOCIALES .....	244
<b>COMPLEMENTO DE LAS FACULTADES REPRESENTATIVAS POR CERTIFICACIÓN PRIVADA Y JUICIO NOTARIAL DE SUFICIENCIA, por Francisco José ARANGUREN URRIZA.....</b>	<b>249</b>
I. PLANTEAMIENTO: LOCALIZACIÓN EFECTIVA DEL PODER DE DECISIÓN Y DESCENTRALIZACIÓN DE LA ACTIVIDAD SOCIAL .....	249
II. POSIBLE EXIGENCIA DE COMPLEMENTO DE CERTIFICACIÓN.....	250
III. DOCTRINA DE LA RESOLUCIÓN DGRN DE 14 DE FEBRERO DE 2007 Y SU LIMITADO ALCANCE AL JUICIO NOTARIAL DE SUFICIENCIA .....	250
IV. JUICIO CRÍTICO: LÍMITES DEL PODER VOLUNTARIO Y LÍMITES AL PODER ORGÁNICO DE REPRESENTACIÓN .....	251
V. PODER MERAMENTE EJECUTIVO O DE ELEVACIÓN A PÚBLICO DE ACUERDOS: LA NECESARIA EXTENSIÓN DEL JUICIO DE SUFICIENCIA AL ACUERDO MISMO .....	252

	<i>Pág.</i>
<b>VIABILIDAD DE LA ACUMULACIÓN DE FACULTADES REPRESENTATIVAS ORGÁNICAS Y VOLUNTARIAS EN EL SENO DE LA ADMINISTRACIÓN DE LAS SOCIEDADES LIMITADAS DE CARÁCTER CERRADO</b> , por Ángel MARTÍNEZ GUTIÉRREZ .....	253
I. PRELIMINAR .....	253
II. EL FENÓMENO REPRESENTATIVO DE LAS SOCIEDADES DE RESPONSABILIDAD LIMITADA .....	254
1. Consideraciones generales .....	254
2. El poder de representación de carácter orgánico .....	256
3. El poder de representación de carácter voluntario .....	257
III. ACUMULACIÓN DE LOS PODERES REPRESENTATIVOS .....	259
1. Planteamiento previo .....	259
2. Acumulación de relaciones jurídicas subyacentes. Casuística .....	260
2.1. Acumulación entre la relación de administración y la relación laboral común .....	261
2.2. Acumulación entre la relación de administración y la relación laboral de carácter especial .....	262
3. Acumulación de los poderes de representación .....	266
IV. LA REPRESENTACIÓN DE LA SOCIEDAD EN CASO DE ACUMULACIÓN. CONTROLES .....	268
<b>ESPECIALIDADES DEL ÓRGANO DE ADMINISTRACIÓN EN LAS SOCIEDADES PROFESIONALES DE CAPITAL</b> , por María Isabel CONTRERAS DE LA ROSA y María Cruz MAYORGA TOLEDANO .....	273
I. INTRODUCCIÓN .....	273
II. ESTRUCTURA Y COMPOSICIÓN DEL ÓRGANO DE ADMINISTRACIÓN .....	275
III. PECULIARIDADES DEL EJERCICIO DEL CARGO DE ADMINISTRADOR: EJERCICIO POR PERSONA JURÍDICA Y LA PROHIBICIÓN DE COMPETENCIA .....	277
IV. LA SEPARACIÓN Y EXCLUSIÓN DEL SOCIO PROFESIONAL COMO CAUSAS ESPECÍFICAS DE CESE DEL ADMINISTRADOR .....	281
V. RESPONSABILIDAD .....	287
VI. CONCLUSIONES .....	288
VII. BIBLIOGRAFÍA .....	289



	<i>Pág.</i>
<b>CAUSAS ESTATUTARIAS DE SEPARACIÓN EN LA SOCIEDAD ANÓNIMA CERRADA COMO TÉCNICA DE PROTECCIÓN DEL SOCIO MINORITARIO</b> , por Arturo GARCÍA SANZ .....	293
I. INTRODUCCIÓN .....	293
II. FUNDAMENTO DEL DERECHO DE SEPARACIÓN EN LA SOCIEDAD ANÓNIMA Y EN LA SOCIEDAD LIMITADA .....	295
III. CAUSAS ESTATUTARIAS DE SEPARACIÓN EN LA SOCIEDAD ANÓNIMA .....	299
IV. REQUISITOS DE LAS CAUSAS ESTATUTARIAS DE SEPARACIÓN EN LA SOCIEDAD ANÓNIMA .....	302
<b>LOS PACTOS DE ACCIONISTAS EN LAS SOCIEDADES DE CAPITAL ESPAÑOLAS Y CHILENAS. UNA APROXIMACIÓN JURÍDICO-CONCEPTUAL</b> , por Adolfo SILVA WALBAUM .....	305
ABSTRACTO .....	305
I. LA CONCEPTUALIZACIÓN DE LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS ESPAÑOLA Y CHILENA .....	306
II. CLASIFICACIÓN NORMATIVA DE LAS SOCIEDADES DE CAPITAL CHILENAS .....	310
III. NATURALEZA JURÍDICA, LIMITACIONES, CLASIFICACIONES Y TIPOS DE RESTRICCIONES A LA CESIBILIDAD DE LAS ACCIONES .....	312
IV. RESTRICCIÓN A LA TRANSMISIBILIDAD DE LAS ACCIONES EN EL EJEMPLO ESPAÑOL .....	319
V. RESTRICCIONES A LA LIBRE CESIBILIDAD DE ACCIONES EN EL CASO CHILENO .....	323
VI. REFLEXIÓN FINAL .....	327
<b>LA EMISIÓN DE ACCIONES DE LA CLASE RESCATABLE COMO MEDIDA Y ESTRATEGIA AL SERVICIO DEL GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS</b> , por Alfonso PARRAS MARTÍN .....	331
I. INTRODUCCIÓN .....	331
II. CONTRIBUCIÓN A LA ESTRUCTURA FINANCIERA .....	333
1. Cobertura de financiación propia con carácter temporal .....	333
1.1. Sociedades con necesidades decrecientes de capital .....	335
1.2. Sociedades con activos sujetos a reversión o con patrimonio perecedero .....	337
1.3. Sociedades que acuden al recurso financiero del capital-riesgo .....	342

ÍNDICE	379
1.4. Sociedades insertas en el marco de las estructuras más complejas de los grupos de empresas .....	345
2. Aprovechamiento en procesos de reestructuración financiera .....	347
3. Financiación de planes de opciones sobre acciones para retribuir a los administradores y altos directivos de la empresa: dos casos de la praxis.....	350
III. APLICACIÓN A LA ORGANIZACIÓN CORPORATIVA.....	354
1. Control de las estructuras de poder y defensa contra agentes externos y OPAs hostiles .....	355
2. Aportación a los procesos de integración corporativa: un caso de la praxis.....	358
<b>LA RECIENTE INCORPORACIÓN DE LA FIGURA DE LA VENTA FORZOSA O «SQUEEZE-OUT» EN LA NUEVA NORMATIVA DE OPAs: ¿UN DERECHO DE EXPROPIACIÓN DEL ACCIONISTA MAYORITARIO POR CAUSA DE UTILIDAD PRIVADA?, por Ángela María PÉREZ RODRÍGUEZ.....</b>	<b>363</b>

## PRESENTACIÓN

*La ordenación del ejercicio y el control del poder de decisión y la determinación de las técnicas que garanticen el acotamiento patrimonial y que se dirijan a potenciar la solvencia constituyen elementos fundamentales en la configuración de los tipos sociales desde la perspectiva de las necesidades estructurales de la organización de la titularidad de las empresas.*

*Las tendencias actuales en el tratamiento normativo de esta materia se sintetizan en el movimiento de gobierno corporativo. La disciplina del acceso, del ejercicio y del control del poder de las sociedades se hace descansar en la confianza en la eficiencia de los mercados. La crisis económica y financiera del 2008 parecen haber puesto en cuestión el modelo regulatorio influido por estas tendencias del gobierno corporativo. En España se han promovido una serie de informes en el marco de este movimiento, los elaborados por las Comisiones Olivencia, Aldama y Conthe. Sobre la evolución de estos documentos se ocupa el trabajo del profesor Olivencia, con la autoridad de haber dado nombre al primero de los informes sobre gobierno corporativo, y lo hace a partir de un expresivo análisis semántico y lingüístico del significado de estos términos.*

*Los problemas fundamentales que plantea la regulación de las sociedades anónimas en la actualidad afectan a elementos estructurales que ya se encontraban presentes en el origen de esta institución y que se hicieron más acusados a partir de la liberalización del régimen, en paralelo con el impulso del sistema económico-capitalista. El estudio del profesor Petit sobre la razón histórica de términos como «sociedad anónima» o «responsabilidad limitada» en el Código de Comercio de 1829 pone de manifiesto cómo estos temas, el anonimato de los socios inversores, la falta de intervención de los accionistas en la gestión social, o la cuestión del acotamiento y la autonomía patrimonial en conexión con la limitación de responsabilidad, tuvieron una considerable trascendencia desde el primer momento.*

*El libro reúne una serie de estudios sobre temas actuales en el debate o en la reforma del Derecho de sociedades como la responsabilidad social corporativa, los consejeros independientes, la incorporación de la figura del squeeze out con ocasión de la adaptación del régimen de OPAs al Derecho comunitario, la emisión de acciones rescatables en conexión con el gobierno de las sociedades cotizadas o las sociedades profesionales. También se incluyen trabajos sobre materias más estructurales y permanentes en la ordenación de los tipos sociales como el interés social, la infracapitalización, la representación o la certificación de acuerdos sociales. La trascendencia del Derecho comparado en la regulación de las sociedades se pone de manifiesto en las aportaciones que se contienen en los estudios sobre el Consejo de vigilancia o los pactos parasociales.*

*Esta obra recoge la contribución que cada año realizan profesores de universidad y profesionales del Derecho a la comprensión del Derecho mercantil en el marco del Congreso Anual de la Asociación Sáinz de Andino; en esta ocasión, el Congreso tuvo lugar en Huelva en junio de 2007. Se trata de una iniciativa que pretende facilitar el encuentro entre profesores y juristas de universidades andaluzas y de otras universidades españolas. Tiene como objetivo la continuidad y la innovación en la Ciencia jurídica en el magisterio, la formación y la investigación del Derecho. La contribución decisiva del profesor Garrigues en el Derecho mercantil se ha desarrollado por sus discípulos a partir de un planteamiento metodológico común. En las universidades andaluzas, la aportación del profesor Olivencia y también del profesor Giménez Sánchez ha sido decisiva. La Asociación Sáinz de Andino tiene una especial trascendencia en estos momentos de decadencia de la institución universitaria española como cauce para impulsar el estudio del Derecho mercantil a partir de las bases sólidas asentadas por el profesor Garrigues.*

*Quiero aprovechar la ocasión que me brinda la publicación de este libro para dejar constancia de mi agradecimiento por el apoyo recibido por los profesores que forman parte de la Asociación Sáinz de Andino desde mi incorporación al claustro de la Universidad de Huelva como catedrático de Derecho mercantil, en especial, al profesor Díaz Moreno, al que tuve el honor de suceder; uno de los catedráticos de Derecho más relevantes de su generación, en el que se hace patente la continuidad metodológica con el profesor Garrigues y la innovación de su pensamiento jurídico con la realización de importantes aportaciones a la ciencia jurídica actual. Por último me gustaría dejar constancia de mi reconocimiento y agradecimiento a las profesoras Puy Fernández y Rodríguez Sánchez que han hecho posible la edición de este libro con su trabajo y generosa dedicación.*

Francisco José LEÓN SANZ  
Catedrático de Derecho mercantil  
Universidad de Huelva

# LA REFORMA DE LA REGULACIÓN DE OPAS Y EL RÉGIMEN DE LOS PACTOS PARASOCIALES DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS <sup>1</sup>

Francisco José LEÓN SANZ

Catedrático de Derecho Mercantil

Consultor de Pérez-Llorca

**SUMARIO:** INTRODUCCIÓN.—I. LA PUBLICIDAD DE LOS PACTOS PARASOCIALES.—

1. La introducción del deber de publicidad en el ordenamiento español.—2. La publicación de los pactos parasociales en conexión con la información sobre la estructura de control de las sociedades cotizadas.—3. La delimitación de los pactos parasociales sujetos a publicidad.—

---

<sup>1</sup> Sobre las referencias bibliográficas me remito a mi trabajo «La publicación de los pactos parasociales en las sociedades cotizadas», publicado en el libro *Derecho de Sociedades Cotizadas*, ALONSO UREBA, ESTEBAN VELASCO, FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, QUIJANO GONZÁLEZ, RODRÍGUEZ ARTIGAS y VELASCO SAN PEDRO (dirs.), t. II, Cizur Menor (Navarra), 2006, pp. 1167-1192. Con posterioridad se han publicado sobre esta materia los siguientes trabajos: ROBLES MARTÍN-LABORDA, *Sindicación de Acciones y Mercado de control societario*, Cizur Menor (Navarra), 2006; SÁNCHEZ ANDRÉS, «La Disposición Transitoria Tercera 2.c) de la llamada Ley de Transparencia como interpretación auténtica de las normas anteriores», pp. 1155-1174 y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, «Los pactos parasociales anteriores a la Ley de Transparencia», pp. 1215-1242, ambos trabajos publicados en el t. II de *Estudios de Derecho de Sociedades y Derecho Concursal. Libro Homenaje al Profesor Rafael García Villaverde*, Madrid, 2007; todos ellos son anteriores a la reforma de la LMV de 2007, LARGO GIL, *La neutralización de las medidas anti-opa preventivas*, Cizur-Menor (Navarra), 2007, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, «La armonización disgregante: La Directiva de OPAs y el principio de neutralización de las medidas defensivas», 2006/03, [www.ucm.es/info/mercantil](http://www.ucm.es/info/mercantil), en el que ya se tiene cuenta el nuevo régimen.

Quiero agradecer al prof. Dr. Díaz Moreno la atenta lectura del trabajo y las acertadas observaciones que me ha realizado. Algunas de las ideas de la parte relativa a las medidas de neutralización de los pactos parasociales han surgido de las conversaciones que hemos mantenido durante el proceso de elaboración de este estudio.

3.1. Los pactos relativos al derecho de voto.—3.2. Los pactos relativos a la transmisión de acciones.—3.3. Los pactos relativos a obligaciones convertibles.—3.4. Los pactos indirectos.—3.5. La modificación de los pactos parasociales.—4. La publicación de los pactos parasociales.—4.1. Los sujetos obligados.—4.2. La comunicación a la CNMV y la publicación como hecho relevante.—4.3. La publicación por la propia sociedad.—4.4. El depósito en el Registro Mercantil.—5. El incumplimiento de los deberes de comunicación y publicidad.—5.1. La ineficacia de los pactos no publicados.—5.2. Consecuencias jurídico-públicas.—II. LOS PACTOS PARASOCIALES Y EL RÉGIMEN DE OPAs.—1. Antecedentes.—2. La obligación de presentar una OPA en los supuestos de celebración de un pacto parasocial.—3. Las medidas de neutralización.—3.1. Consideraciones generales.—3.2. Procedimiento.—3.3. Compensación adecuada.—3.4. Efectos de la adopción de las medidas de neutralización.

## INTRODUCCIÓN

Los pactos entre los titulares de acciones se encuentran amparados por la libre iniciativa privada y por la libertad de empresa y constituyen una manifestación de la autonomía de gestión en el ejercicio de la actividad empresarial y de la libertad negocial. En los pactos parasociales de las sociedades cotizadas se produce un entrecruzamiento del plano de las acciones como valores negociables y de su consideración como posiciones subjetivas en una corporación. Desde la perspectiva de la ordenación del mercado de valores, los pactos parasociales resultan potencialmente restrictivos y su celebración puede afectar a la formación de los precios, se trata de acuerdos que afectan necesariamente a la liquidez de los valores porque presuponen el condicionamiento de la titularidad y la transmisión de los valores al mantenimiento del pacto, implican un obstáculo para que se puedan llevar a cabo ofertas públicas de adquisición de acciones, en la medida en que el pacto puede ser un instrumento para impedir un eventual cambio de control, colocan a los titulares del pacto en una suerte de posición de bloqueo que les permite influir de manera significativa en la determinación del precio y pueden servir como cauce para adquirir el control de una sociedad cotizada.

La regulación de los pactos parasociales de las sociedades cotizadas trata de atender a estas cuestiones. La obligación de publicar los pactos parasociales sobre el derecho de voto y sobre la transmisión de las acciones constituye uno de los deberes de publicidad que se establecen en la ordenación del mercado de capitales por la significación de estos pactos desde la perspectiva del control de las sociedades cotizadas (art. 112 LMV). La superación de los umbrales establecidos mediante la celebración de un pacto parasocial que implique la adquisición del control desencadena la obligación de realizar una OPA (art. 60 LMV). Las sociedades cotizadas pueden decidir la adopción de medidas de neutralización de los pactos parasociales con el fin de facilitar la presentación de una OPA (art. 60 ter LMV).

## **I. LA OBLIGACIÓN DE PUBLICAR LOS PACTOS PARASOCIALES**

### **1. La introducción del deber de publicidad en el Derecho español**

La obligación de publicar los pactos parasociales se establece en el art. 112 LMV. Este deber fue introducido por la Ley 26/2003, de 17 de julio, dirigida a reforzar la transparencia de las sociedades cotizadas. La finalidad de la norma responde al objetivo de dar a conocer determinados pactos que puedan incidir por su contenido en la estructura de control de las sociedades cotizadas o en la liquidez de los valores. La publicidad alcanza a los pactos parasociales relativos al ejercicio del derecho de voto en las juntas generales y los que restrinjan o condicionen la transmisibilidad de las acciones de las sociedades anónimas cotizadas. Este tipo de pactos se han de comunicar al mercado como hecho relevante y se han de publicar a través del Registro mercantil. El cumplimiento de los deberes de publicidad establecidos constituye un requisito imprescindible para que los pactos parasociales puedan producir efectos respecto de estas materias. La inobservancia de esta obligación constituye además una infracción administrativa.

El régimen se completaba con una disposición de Derecho transitorio, cuyo contenido no se correspondía plenamente con el art. 112 LMV (DT 3.<sup>a</sup> de la Ley 26/2003). En la interpretación de esta Disposición Transitoria, el tema más relevante consistía en la cuestión relativa a los supuestos en los que la celebración o modificación de un pacto parasocial desencadenaba la obligación de presentar una oferta pública de adquisición de acciones. La Disposición Transitoria tenía una vigencia de tres años que ya se han cumplido, a pesar de lo cual mantiene una cierta relevancia en la interpretación del Derecho vigente en determinadas cuestiones relativas a la delimitación del deber de publicar los pactos parasociales.

Posteriormente, en la Directiva sobre ofertas públicas de adquisición de acciones, aprobada en el 2004, después de un largo proceso, se establece la publicidad de los acuerdos entre accionistas sobre los derechos de voto o que impliquen restricciones a la transmisibilidad de valores [art. 10.g)]. El régimen introducido por la Ley 26/2003 cumple con la exigencia comunitaria. En la reforma de la LMV de 2007 no se ha introducido ningún cambio en la regulación de esta materia. A pesar de que no era necesario hacerlo, quizá hubiera sido conveniente haber aprovechado esta oportunidad para perfeccionar el régimen existente.