Doble Grado en Derecho y Economía

Trabajo de Fin de Grado (21067/22747)

Curso académico 2021-2022

LA FINANCIACIÓN DE STARTUPS EN ESPAÑA

AGENTES, CONTRATOS Y CLÁUSULAS EN LOS PACTOS PARASOCIALES

Autor del trabajo:

Jordi Gisbert Beguer

207619

Tutor del trabajo:

Jose Ramon Salelles Climent

DECLARACIÓ D'AUTORIA I ORIGINALITAT

Jo, Jordi Gisbert Beguer, certifico que el present treball no ha estat presentat per a l'avaluació de cap altra assignatura, ja sigui en part o en la seva totalitat. Certifico també que el seu contingut és original i que en sóc l'únic autor, no incloent cap material anteriorment publicat o escrit per altres persones llevat d'aquells casos indicats al llarg del text.

Com a autor/a de la memòria original d'aquest Treball Fi de Grau autoritzo la UPF a dipositar-la i publicar-la a l'e-Repositori: Repositori Digital de la UPF, http://repositori.upf.edu, o en qualsevol altra plataforma digital creada per o participada per la Universitat, d'accés obert per Internet. Aquesta autorització té caràcter indefinit, gratuït i no exclusiu, és a dir, sóc lliure de publicar-la en qualsevol altre lloc.

Jordi Gisbert Beguer

Barcelona, 16 de maig de 2022

El presente estudio aspira a ser un análisis sincrético de las realidades empresariales y jurídicas que atañen al ecosistema startup. Se recopila, ordena y clarifica, de forma generalista, la bibliografía y literatura existente respecto ambas esferas de estudio, y se trata de proponer movimientos próximos en el cauce de la modernización del derecho español.

Durante este trabajo de investigación, se abordan temáticas conflictivas desde el punto de vista del Derecho de Sociedades. Se profundiza, concretamente, en la eficacia de los pactos parasociales y, para ello, se compara la regulación legislativa, la interpretación jurisprudencial y la crítica doctrinal al respecto. Además, por sus necesidades idiosincráticas, el legislador ha comprendido que las empresas emergentes requieren de una normativa específica adaptada a sus procesos, comentada en las próximas páginas.

Lo anterior no sucede sin antes presentar al lector las diversas etapas por las que transcurre una startup exitosa, los agentes inversores que encuentra en su camino, los contratos de financiación a los que opta y las diferentes cláusulas que rigen los acuerdos entre los socios. Finalmente, se concluye el estudio mediante una serie de propuestas enfocadas a los principales partícipes en el sector de las empresas emergentes: socios, legislador, tribunales y autores doctrinales.

ÍNDEX

1. INTRODUCCIÓN A LAS EMPRESAS EMERGENTES 1

1.1. CONCEPTO, CARACTERÍSTICAS Y PILARES 1

1.1.1. Ideas clave: valoración y dilución 2

1.2. PROYECTO DE LEY DE STARTUPS 3

2. ESTATUTOS, PACTOS Y PERSONALIDAD JURÍDICA 4

2.1. CONCEPTO EMPRESARIAL DE ACUERDO EXTRAESTATUTARIO 4

2.2. EFICACIA Y VALIDEZ DE LOS PACTOS PARASOCIALES 5

2.2.1. Según la legislación 5

2.2.2. Según la doctrina 6

2.2.3. Según la jurisprudencia 8

2.3. NATURALEZA JURÍDICA DE LAS STARTUPS 9

2.3.1. Persona física 10

2.3.2. Persona jurídica 10

3. CLASIFICACIÓN SEGÚN ESTADIOS DE MADUREZ 13

3.1. ETAPAS INICIALES 13

3.1.1. Pre-seed 13

3.1.2. Seed 13

3.2. ETAPAS INTERMEDIAS 14

3.2.1. Early 14

3.2.2. Growth 15

3.3. ETAPAS AVANZADAS 15

3.3.1. Expansion 15

3.3.2. Exit 16

4. COMPARATIVA ENTRE LOS AGENTES INVERSORES 17

4.1. EN ETAPAS INICIALES 17

4.1.1. Bootstraping, Work for Equity, reward-based crowdfunding y premios al emprendimiento 17

4.1.2. Empresas incubadoras, Venture Builders y Friends, Family and Fools 18

4.2. EN ETAPAS INTERMEDIAS 19

4.2.1. Fondos de organismos públicos y equity crowdfunding 19

4.2.2. Empresas aceleradoras y Business Angels 20

4.3. EN ETAPAS AVANZADAS 20

4.3.1. Venture Capitals 20

4.3.2. Acuerdos de Media for Equity y operaciones M&A 21

5. ANÁLISIS DE LOS CONTRATOS DE FINANCIACIÓN 22

5.1. PRÉSTAMO BANCARIO 22
5.2. PRÉSTAMO PARTICIPATIVO 22
5.3. OBLIGACIÓN CONVERTIBLE 24
5.4. AUMENTO DE CAPITAL SOCIAL 24

6. ESTUDIO DE LAS CLÁUSULAS EN LOS PACTOS PARASOCIALES 26

6.1. REPARTIMIENTO DINÁMICO DE PARTICIPACIONES O *SLICING PIE STOCKS* 26
6.1. *VESTING* Y *GOOD LEAVER, BAD LEAVER* 27
6.2. *STOCK OPTIONS* Y *PHANTOM SHARES* 28
6.3. *DRAG ALONG* Y *TAG ALONG* 29
6.4. DERECHOS DE LIQUIDACIÓN PREFERENTE Y *PAY TO PLAY* 29
6.5. PRECIO MÍNIMO DE LAS PARTICIPACIONES O ACCIONES SOCIALES 30

7. CONCLUSIONES 32

8. BIBLIOGRAFÍA 33

8.1. DOCTRINA 33
8.2. ENTREVISTAS 35
8.3. FORMACIÓN 37
8.4. WEBGRAFÍA 38

1. INTRODUCCIÓN A LAS EMPRESAS EMERGENTES

1.1. CONCEPTO, CARACTERÍSTICAS Y PILARES

El término “startup" proviene de la cultura empresarial norteamericana, refiriéndose a una empresa emergente con unos pilares y características que las diferencian de las empresas tradicionalmente conocidas. La definición más aceptada corresponde a Steve Blank, eminencia en la investigación y defensa de las particularidades de esta tipología de empresas.

> “Una **startup** es una organización **temporal** diseñada para **buscar** un modelo de negocio repetible y escalable, mientras que una empresa **tradicional** es una organización **permanente** diseñada para **ejecutar** un modelo de negocio repetible y escalable.”

Salvando las limitaciones que un enunciado de esta longitud pueda tener, claro está que la diferencia principal entre ambas radica en la duración y en su metodología de trabajo. La startup, por lo general, está enfocada a innovar y crecer. Por lo que, cuando alcance unos requisitos determinados, perderá la condición de empresa emergente por razón de su volumen, sea por facturación, personal o complejidad de la organización.

La precisión en diferenciar las empresas emergentes de las tradicionales nace de la disparidad entre las necesidades de estas. Las startups, como se ha enunciado, se caracterizan por la innovación, habitualmente asociada al sector tecnológico, el gran potencial de escalabilidad de sus modelos de negocio, la constante necesidad de financiamiento por su intensidad en capital, y el alto riesgo vinculado a la, también alta, rentabilidad de las inversiones recibidas. Las metodologías empresariales utilizadas también difieren entre ambas en la mayor parte de los aspectos. Por todo lo expuesto, ha nacido una literatura empresarial alrededor de estas, conocida como *Lean Startup*.[1]

Concebida por Eric Ries, se caracteriza por el constante planteamiento de hipótesis siguiendo técnicas de aprendizaje intenso, crítico y acelerado. Se considera que los pilares fundamentales de una startup son el equipo, la idea, la implementación y el contexto social en el que se desarrolla. Se definen las distintas fases por las que pasa una startup durante su recorrido empresarial, cada una de ellas caracterizada por unas necesidades de naturaleza desigual. Si

---

[1] Ries, E. (2011). The lean startup : how today’s entrepreneurs use continuous innovation to create radically successful businesses (1st ed.). *Crown Business*.

bien es cierto que no hay una teoría consolidada al respecto, para el presente estudio se utiliza una de sus clasificaciones, que distingue las etapas por razón de la madurez de la empresa.

1.1.1. *Ideas clave: valoración y dilución*

Los conceptos de valoración y dilución son determinantes para comprender el proceso de financiación de una empresa emergente, así como los intereses de los diferentes agentes implicados en esta. La valoración de una empresa determina el precio de la participación y, por consiguiente, el porcentaje que pertenecerá a cada agente según su aportación.

Las empresas consolidadas no encuentran tanta incertidumbre en lo que respecta al valor que tienen, puesto que hay certezas que permiten ajustar la valoración total de la compañía de un modo más objetivo. Sin embargo, en el contexto de las startups, existen numerosos métodos de valoración, que distan significativamente entre sí por lo que hace a los resultados obtenidos. Las empresas emergentes conviven desde sus inicios con grados muy elevados de riesgo, hecho que conlleva a la especulación sobre sus capacidades de crecimiento y el potencial valor que se espera de ellas. Sin entrar en la disquisición sobre los métodos más adecuados de valoración, que naturalmente depende de las características de la empresa que se estudia, se centra el análisis en el componente jurídico que afecta a la valoración finalmente acordada entre los socios y la implicación que tiene sobre el financiamiento recibido.

Una valoración inferior desincentiva el trabajo del equipo fundador, pues se diluyen más aceleradamente sus participaciones y, con ello, el emprendedor siente la pérdida de compromiso y vínculo con el proyecto, que es esencial en las primeras fases de una startup. Por otra parte, una valoración superior genera unas expectativas de retorno irreales que perjudican la posición de la empresa en futuras rondas de inversión. En definitiva, debe encontrarse un punto de equilibrio entre ambos intereses, pues es beneficioso para todos los agentes implicados que la valoración sea lo más ajustada a la realidad posible.

Cuando una empresa capta financiación vía ampliaciones de capital por creación de nuevas participaciones, de modo inevitable los emprendedores sufren una dilución de sus participaciones. En las startups con más potencial de crecimiento, donde es común tener más necesidad de financiación, la dilución puede llegar a ser más acentuada. En ocasiones, puede comportar la reducción del control de los emprendedores sobre la startup a niveles ínfimos. Este hecho debe preocupar, no solo a los fundadores, sino también a los inversores de esta, pues el equipo emprendedor es el que tiene el conocimiento, la dedicación y la motivación mayores por el proyecto. La dilución, por lo tanto, debe ser necesaria para conseguir financiación y

alinear los intereses de los socios capitalistas con el equipo fundador, pero también limitada, para mantener a los emprendedores implicados en el proyecto durante el máximo tiempo posible.

1.2. PROYECTO DE LEY DE STARTUPS

El Gobierno de España[2] aprobó, durante las últimas horas del año 2021, la remisión a las Cortes del Proyecto de Ley de fomento del ecosistema de las empresas emergentes.[3] Si bien es cierto que aún debe ser aprobada y publicada, ha sido un movimiento legislativo muy celebrado por el sector, puesto que la normativa española vigente aún no dispone de regímenes específicos para empresas de esta naturaleza. Se prevé que sea un avance en términos cualitativos del ordenamiento jurídico español al nivel del resto de países europeos centrales. Aún sin ser, el Proyecto de Ley, objeto de estudio del presente trabajo, es conveniente mencionar que incluye, de forma pionera, una definición legal del concepto de empresa emergente en su art. 3.

Una empresa, para tener la consideración de emergente, deberá ser considerada (a) innovadora; (b) de nueva creación o antigüedad menor a 5 años, o 7 en ciertos casos; (c) tener sede social, establecimiento permanente y el 60% de la plantilla en España; (d) no haber distribuido dividendos ni ser cotizada; y (e) tener ingresos inferiores a 5 millones de euros. Además, el Proyecto prevé una serie de incentivos fiscales para emprendedores y trabajadores de startups, que devendrá un claro atractivo laboral y de inversión. La responsabilidad de la acreditación, soporte y financiación de las startups recae sobre la Empresa Nacional de Innovación SA, conocida como ENISA.[4] Se trata de una empresa pública perteneciente al Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, que, como se trata de dilucidar a lo largo del estudio, tiene un papel muy relevante en el recorrido empresarial de las startups españolas.

---

[2] La Moncloa. (10 de diciembre de 2021). El Gobierno aprueba el Proyecto de Ley de Startups para favorecer el emprendimiento innovador. *Consejo de Ministros*.

[3] Proyecto de Ley de fomento del ecosistema de las empresas emergentes 121/000081, de 27 de diciembre de 2021.

[4] Resolución de 6 de julio de 2021, de la Dirección General de Desarrollo Rural, Innovación y Formación Agroalimentaria, por la que se publica el Convenio con la Empresa Nacional de Innovación, S.M.E., SA, para el apoyo al emprendimiento y a la pyme innovadora en el sector agroalimentario y el medio rural mediante el desarrollo de la línea de préstamos participativos Línea Pyme Agro (BOE núm. 166, de 13 de julio de 2021).

2. ESTATUTOS, PACTOS Y PERSONALIDAD JURÍDICA

2.1. CONCEPTO EMPRESARIAL DE ACUERDO EXTRAESTATUTARIO

Uno puede caer en el común error de creer que el sustento de una startup recae principalmente en la idea que esta ejecute, pero esta afirmación dista de la realidad. Los pilares del éxito de una empresa emergente son el equipo, la idea, su implementación y el contexto temporal y espacial. El presente estudio aspira a resaltar la crucial importancia del primer elemento, las personas. El equipo, en el trascurso de la vida de una startup, va sufriendo cambios, tanto a nivel cualitativo como cuantitativo y, para regular las relaciones entre sus miembros, deben establecerse unas normas del juego.

El acuerdo extraestatutario, comúnmente conocido como pacto de socios, es un documento legal que vela por el buen funcionamiento de toda organización empresarial. Es un acuerdo privado entre los socios de la compañía donde se regulan las relaciones internas entre los miembros del equipo, se establecen los derechos, obligaciones y funciones de estos y se prevén la entrada y la salida de socios de la empresa. También se incluyen una serie de cláusulas de distinta naturaleza con la finalidad de conseguir mantener los intereses de todos los socios alineados con el objetivo de la empresa. De este modo, se evitan posibles conflictos y, en caso necesario, se resuelven los existentes.

Naturalmente, existen tantos tipos de pactos de socios como empresas hay en el mercado. Cada organización tiene unas necesidades idiosincráticas, que determinan el contenido que adopta el acuerdo entre sus socios. Los pactos no son inmutables ni irrevocables, sino que se adaptan a medida que las necesidades e intereses de la empresa y sus socios van evolucionando. Es por eso por lo que una startup, en sus estadios iniciales, establecerá en su pacto de socios unas determinadas cláusulas que carecerán de sentido en etapas postreras.

2.2. EFICACIA Y VALIDEZ DE LOS PACTOS PARASOCIALES

2.2.1. *Según la legislación*

Para comprender el concepto jurídico del pacto de socios privado, debe dilucidarse de manera íntegra la naturaleza de su trasunto en la esfera pública, los estatutos sociales. Tal como define Ley de Sociedades de Capital (en adelante, LSC)[5] en su artículo 23, los estatutos sociales "han de regir el funcionamiento de las sociedades de capital". Deben hacer constar datos básicos esenciales como la denominación de la sociedad, el objeto social, sus actividades y el domicilio social. Además, debe extraerse de su redacción el capital social que la compone, concretado en el número de participaciones o acciones con su respectivo valor nominal y su numeración correlativa. La ley, en el apartado e) del mismo artículo, exige que todo estatuto social recoja expresamente la forma de organización de la sociedad, así como el número mínimo y máximo de administradores, el plazo de duración del cargo y su sistema de retribución. Por último, pero no por eso menos relevante, los estatutos sociales deben especificar el modo de deliberar y tomar decisiones en los órganos colegiados de la sociedad.

Según establece el art. 29 LSC, aquellos pactos entre socios que se mantengan reservados no serán oponibles frente a la sociedad. Por otro lado, el artículo 28 de la misma ley, sobre la autonomía de voluntad de las partes, menciona la posibilidad de incluir en los estatutos sociales estos pactos siempre que se adecuen a las leyes y principios configuradores de la forma jurídica de la sociedad. En definitiva, los pactos sociales pueden adaptarse a la legislación societaria e incluirse en los estatutos para así gozar de mayor protección jurídica, siempre que respeten el marco legal mercantil. El legislador no es claro en lo que concierne a la eficacia ante la sociedad de los pactos parasociales no traspuestos, por lo que tanto la doctrina como la jurisprudencia han desarrollado sus teorías al respecto.

[5] 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 3 de julio de 2010).

2.2.2. *Según la doctrina*

La reserva de pactos parasociales al margen estatutario no implica la pérdida de eficacia de su clausulado. Los acuerdos privados entre socios, como muy bien analiza Cándido Paz-Ares en el artículo "El *enforcement* de los pactos parasociales",[6] completan, concretan y modifican las reglas legales y estatutarias que rigen la sociedad en la dimensión de las relaciones internas entre los socios. Si bien es cierto que se encuentran en una vertiente más débil del derecho de obligaciones que los estatutos sociales, también disponen de mecanismos jurídicos de tutela que los protegen frente a incumplimientos de las partes. Para el presente estudio, se hace un seguimiento y comentario sobre el ya mencionado artículo del Catedrático de Derecho Mercantil de la Universidad Autónoma de Madrid.

En primer lugar, el autor diferencia las tres clases de pactos de socios siguientes: pactos de relación, pactos de atribución y pactos de organización. Los primeros regulan únicamente las relaciones recíprocas entre los socios, por lo que son acuerdos neutros frente a la sociedad. Algunos de estos son acuerdos que rigen derechos de adquisición preferente, venta conjunta, pactos de no agresión, entre otros de naturaleza similar. Son, por lo tanto, pactos directos, que no generan afectación sobre la esfera jurídica de la sociedad. La segunda clase, los pactos de atribución, se centran en la atribución de ventajas a la sociedad, tanto en términos de aportaciones de capital o financiación extraordinaria, como derechos de adquisición preferente de participaciones o acciones del socio transmitente, por ejemplo. El tercer gran grupo es un tanto más conflictivo pues, por su naturaleza, modifica elementos esenciales de la estructura societaria. Los pactos de organización se centran en regular, entre otros aspectos organizativos, el sistema de toma de decisiones, la figura de los administradores, los derechos de información de los socios y, en su caso, los derechos de disolución de la sociedad. En definitiva, recogen aspectos más controvertidos porque se tratan los derechos políticos de los distintos miembros de la estructura societaria.

A continuación, el Catedrático presenta el *enforcement inter partes* con los siguientes remedios de tutela del incumplimiento de los que disponen los pactos parasociales: la acción de indemnización de daños y perjuicios, la acción de cumplimiento, la acción de remoción, los remedios resolutorios y los mecanismos de autotutela previstos de manera expresa en los

---

[6] Paz-Ares, C. (2003). El enforcement de los pactos parasociales. *AJUM (núm. 5/2003): pág. 19-43.*

acuerdos. La primera acción, consagrada por el art. 1101 del Código Civil,[7] persigue la reparación económica de los daños y perjuicios derivados del incumplimiento contractual, que puede contener tanto el daño emergente como el lucro cesante. Presenta una clara problemática en la cuantificación del perjuicio causado. La acción de cumplimiento del art. 1096 CC, por otro lado, pretende la ejecución forzosa de la obligación incumplida. Según la naturaleza de la misma, de dar, hacer o de no hacer, la acción ejecutoria utilizada será distinta. El tercer mecanismo, la acción de remoción, expueste en el art. 1098 CC, consigue deshacer aquellas conductas que deriven en el incumplimiento contractual y la posibilidad de revocación del acuerdo en cuestión. Cuando el autor hace referencia a otros remedios resolutorios del acuerdo de socios, enfatiza que, por su naturaleza, los pactos parasociales se rigen por la normativa ordinaria de contratos. Por lo tanto, disponen de los mecanismos resolutorios típicos de estos actos, como pueden ser aquellos en supuestos de imposibilidad de cumplimiento, de alteración sobrevenida de las circunstancias o la facultad de terminación contractual *ad natum* en los negocios jurídicos no definidos temporalmente. Cándido acierta en mencionar, no solo esos remedios generales que el derecho aporta a los pactos para garantizar su eficacia, sino también los derivados de la autotutela, los que recogen las propias partes del acuerdo. Los socios pueden acordar en el mismo negocio jurídico del pacto, cláusulas de *enforcement*, para protegerse frente a posibles incumplimientos futuros.

Es importante tener en cuenta que el objeto de estudio no es la validez de dichos acuerdos, sino su eficacia. La validez de estos no se cuestiona, pues se rige por la legislación civil en base a la autonomía de voluntad del art. 28 LSC. Los acuerdos parasociales son válidos siempre que sean lícitos. Deben cumplir con los requisitos de los elementos esenciales para la validez contractual, del art. 1261 CC, que son el consentimiento, el objeto y la causa. Por otro lado, los pactos reservados, para mantener su validez, deben someterse a la ley, la moral y el orden público, límites de la autonomía de voluntad consagrados en el art. 1255 CC. Para terminar, Cándido Paz-Ares pone de relieve que, aun cuando los pactos reservados quedan fuera de la estructura jurídica de la sociedad, en ciertos supuestos de incumplimiento y bajo determinados requisitos, pueden gozar del acceso a mecanismos de tutela exclusivos del derecho societario.

---

[7] Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil (Gaceta de Madrid núm. 206, de 25 de julio de 1889).

2.2.3. *Según la jurisprudencia*

En cuanto a la interpretación de la eficacia frente a la sociedad de los pactos parasociales no traspuestos en los estatutos, la doctrina mayoritaria se muestra flexible y favorable a esta.[8] Sin embargo, la jurisprudencia apuesta por una teoría más conservadora y afirma que "cuando se ha pretendido impugnar un acuerdo social (…) por la exclusiva razón de que es contrario a lo establecido en un pacto parasocial, esta Sala ha desestimado la impugnación."[9] Es una posición claramente más rígida, que aboga por la priorización de los estatutos frente a los pactos reservados. En definitiva, el Tribunal Supremo pretende blindar la seguridad jurídica de los actos públicos en detrimento del principio de autonomía de voluntad de los negocios privados.

Una reciente sentencia del alto tribunal analiza la eficacia y oponibilidad frente a la sociedad de los pactos parasociales suscritos por la totalidad de sus socios.[10] Reconoce la controversia jurídica existente en tales situaciones y contrapone ambas teorías interpretativas del derecho, sostenidas ambas por cada una de las de las partes del caso. En el Fundamento de Derecho Quinto, el tribunal repasa los precedentes normativos en ámbito de relaciones contractuales extraestatutarias, para así tener una mayor comprensión de la evolución normativa del último siglo en este aspecto. Anteriormente, ni el Código de Comercio de 1885,[11] ni la Ley de Sociedades Anónimas de 1951,[12] contemplaban siquiera la eficacia de los pactos reservados no transpuestos en los estatutos. Con el transcurso de las décadas, hasta llegar a la actualidad, las posteriores legislaciones mercantiles han venido reconociendo la eficacia *inter partes* de los pactos parasociales, pero sin devenir por eso oponibles frente a la sociedad. En refuerzo a esta teoría, la Sala de lo Civil cita los artículos 1091 CC y 1257 CC, que revisten de juridicidad la generalizada inoponibilidad frente a terceros de los negocios contractuales privados. Por otro lado, el tribunal acierta en remarcar la importancia de las excepciones del principio de relatividad contractual, pues la realidad solicitaba un cambio de paradigma, de la rigidez a la flexibilidad. Anteriormente, el Tribunal Supremo ya confirmaba esta interpretación permisiva

---

[8] Pérez Moriones, A. (2014). La necesaria revisión de la eficacia de los pactos parasociales omnilaterales o de todos los socios. *Estudios de Deusto, 61(2): pág. 262–296.*

[9] Sentencia del Tribunal Supremo 103/2016, de 25 de febrero. ECLI:ES:TS:2016:659.

[10] Sentencia del Tribunal Supremo 1386/2022, de 7 de abril. ECLI:ES:TS:2022:1386.

[11] Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica el Código de Comercio (GAZ núm. 289, de 16 de octubre de 1885).

[12] Ley de 17 de julio de 1951 sobre régimen jurídico de las sociedades anónimas (BOE núm. 199, de 18 de julio de 1951).

del principio de relatividad de los contratos,[13] dando a entender que pueden oponerse frente a terceros los negocios *inter partes* bajo una serie de requisitos concretos, el primero de ellos que se trate de un pacto parasocial omnilateral.

Con todo, la existencia de pactos de socios es no solo compatible, sino también complementaria a la importancia de los estatutos sociales. Cualquier acuerdo entre socios de la empresa, que no representen la totalidad de esta, debe ser en forma de pacto reservado e, idealmente, debe contemplar determinados mecanismos de autotutela para desincentivar el incumplimiento, como son las cláusulas penales civiles de indemnización al perjudicado. Un modo de reforzar el contenido del pacto parasocial omnilateral ante la entrada de nuevos socios inversores en la startup puede ser, además de la transposición del contenido a los estatutos sociales, la obligación de adhesión de los nuevos socios al acuerdo extraestatutario anterior. Con esto, el equipo fundador consigue garantizar, en gran parte, la eficacia de su clausulado, forzando la firma de todo nuevo socio de la organización.

2.3. NATURALEZA JURÍDICA DE LAS STARTUPS

Los proyectos empresariales deben estar reflejados en el terreno jurídico con una forma legal determinada, que regulará las relaciones internas entre los miembros de esta y las interacciones con terceros externos a la organización. Según el Ministerio de Industria, Comercio y Turismo del Gobierno de España,[14] existen una veintena de formas jurídicas distintas que puede adoptar una empresa. En el presente trabajo, se profundizará en las más características en el entorno de las empresas emergentes, pues, como se ha comentado en el primer apartado del estudio,[15] disponen de unas necesidades idiosincráticas adaptadas a su proyección de crecimiento.

---

[13] Sentencia del Tribunal Supremo 167/2020, de 11 de marzo. ECLI:ES:TS:2020:735.

[14] Dirección General de Industria y de la PYME. Elección de la forma jurídica de empresa.

[15] 1.1. CONCEPTO, CARACTERÍSTICAS Y PILARES.

2.3.1. *Persona física*

Consagrado en el Código de Comercio y en el Estatuto del trabajo autónomo,[16] se dibuja el concepto legal del empresario individual,[17] objeto de controversia interpretativa en cuanto al alcance de este. Posteriormente, se recoge la regulación de la figura del emprendedor de responsabilidad limitada.[18] Ambas figuras jurídicas van directamente vinculadas a la persona física empresaria, por lo que no existe creación de una entidad independiente. Hay, por lo tanto, confusión entre el patrimonio personal y social, entre el civil y el mercantil. El legislador no requiere capital mínimo ni acto revestido de juridicidad pública para devenir empresario individual o emprendedor de responsabilidad limitada, sino únicamente realizar los trámites administrativos correspondientes. La naturaleza jurídica del segundo, a diferencia del empresario individual tradicional, protege parcialmente, bajo una serie de requisitos, el patrimonio personal de las posibles deudas exigidas, la vivienda habitual.

Tanto la opción de empresario individual como la de emprendedor de responsabilidad limitada pueden ser alternativas interesantes durante los primeros estadios del proyecto empresarial, así como para aquellos que sean unipersonales o de muy baja complejidad societaria. Es cierto que, en numerosos casos, la realidad de las startups pasa por que el miembro más implicado se dé de alta como autónomo como paso previo a la constitución societaria.

2.3.2. *Persona jurídica*

Las opciones más interesantes para las empresas emergentes se sitúan en el ámbito de las sociedades de capital, en concreto la Sociedad de Responsabilidad Limitada y la Sociedad Anónima. Sin embargo, debe mencionarse la existencia de la Sociedad Civil,[19] la Comunidad de Bienes,[20] la Sociedad Cooperativa[21] y la Sociedad Colectiva,[22] alternativas tenidas en cuenta

---

[16] Ley 20/2007, de 11 de julio, del Estatuto del trabajo autónomo (BOE núm. 166, de 12 de julio de 2007).

[17] Dirección General de Industria y de la PYME. (2022). El empresario/a individual. *Publicaciones*.

[18] Capítulo II. Título I. Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización (BOE núm. 233, de 28 de septiembre de 2013).

[19] Título VIII. Libro cuarto. Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil (Gaceta de Madrid núm. 206, de 25 de julio de 1889).

[20] Título III. Libro segundo. Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil (Gaceta de Madrid núm. 206, de 25 de julio de 1889).

[21] Ley 27/1999, de 16 de julio, de Cooperativas (BOE núm. 170, de 17 de julio de 1999).

[22] Sección segunda. Título primero. Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica el Código de Comercio (GAZ núm. 289, de 16 de octubre de 1885).

por algunos emprendedores en sus inicios. Generalmente, estas no son formas jurídicas atractivas para startups porque, por su potencialidad de crecimiento y necesidad de financiación, no regulan de manera óptima las relaciones entre socios en situaciones legales de esta naturaleza.

La Ley de Sociedades de Capital regula el régimen jurídico de la Sociedad de Responsabilidad Limitada (SL). A diferencia de las anteriores, esta sí que exige la creación de una entidad independiente con personalidad jurídica. Se exigen una serie de requisitos formales para su constitución: obtención del Certificado Negativo de Denominación Social, depósito de tres mil euros en una entidad bancaria, elaboración de los estatutos sociales, firma e inscripción de la escritura pública de constitución societaria, pago de las tasas correspondientes, entre otros trámites administrativos necesarios. Las Sociedades Limitadas suelen estar constituidas por dos o más socios, que dispondrán de la propiedad de las participaciones que les correspondan según su aportación al proyecto, pudiendo ser dineraria o no. Los socios disponen de protección del patrimonio personal, esto es la responsabilidad limitada en su esencia. Esta forma jurídica es la elección tomada por la gran mayoría de empresas emergentes en sus estadios iniciales e intermedios, por la flexibilidad que confiere en términos de derechos votos y transmisión de participaciones, así como por su bajo capital mínimo requerido.

Por otra parte, la LSC consagra la figura de la Sociedad Anónima (SA). De naturaleza semejante a la SL, la Sociedad Anónima requiere un capital mínimo de sesenta mil euros y tiene una régimen normativo específico adaptado a las necesidades de empresas de mayor calado. Es una opción atractiva para las empresas emergentes en etapas avanzadas, con una estructura societaria significativamente más compleja y que, en algunas ocasiones, desean cotizar en mercados de valores. Es interesante tener en cuenta que la transformación de SL a SA es posible en todo momento, siempre que se cumplan ciertos requisitos establecidos por la ley.[23]

Existe una figura jurídica a medio camino entre la constitución societaria y el acuerdo contractual prestatario que puede resultar interesante para las empresas emergentes en determinadas situaciones. Una startup puede plantearse dos aplicaciones posibles del contrato de cuentas en partícipe, sea como alternativa a la constitución de la sociedad en sus inicios, o como opción de financiación en posteriores rondas de inversión. En la sección presente, se trata

[23] Arts. 3 y 4.1 de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (BOE núm. 82, de 04 de abril de 2009).

de dar luz al proceso de decisión acerca de la forma jurídica del proyecto, por lo que la segunda aplicación es tratada en el trabajo *a posteriori*.[24]

El contrato de cuentas en partícipe es, según el art. 239 del Código de Comercio, un contrato mercantil celebrado entre partes comerciantes, o civil en otro caso, en el que los cuenta-partícipes aportan capital a un gestor, que se obliga a destinarlo a una determinada actividad empresarial, en nombre propio, previamente pactada. Los cuenta-partícipes tienen los derechos de información y participación en los resultados del negocio, pero no la consideración de socios del mismo. Todo indica que, por la incertidumbre e indefinición en el tiempo de los proyectos emergentes, el contrato de cuentas en partícipe no resulta atractivo ni adaptado para las startups.

[24] 5.2. PRÉSTAMO PARTICIPATIVO: pág. 23.

3. CLASIFICACIÓN SEGÚN ESTADIOS DE MADUREZ

La clasificación de las etapas por las que transcurre una empresa emergente no es objeto ni resultado de literatura universal. La duración de las fases, las necesidades de financiamiento y los objetivos de cada una varían mucho dependiendo de la región, la industria y el modelo de negocio que una startup defienda. En el actual apartado se trata de presentar, de modo generalista, una de las clasificaciones con mayor consenso, para facilitar así la comprensión de los conceptos empresariales y legales que prosiguen.

3.1. ETAPAS INICIALES

3.1.1. *Pre-seed*

La primera etapa que una startup puede encontrarse en relación con el proceso de ideación se denomina *pre-seed*. No todos los proyectos consideran necesario diferenciar esta fase de la siguiente. En este estadio, aún no existe un producto ni un modelo de negocio claros.

Es habitual encontrar equipos en fase *pre-seed* que aún no han firmado documento contractual alguno. Esta situación puede suscitar controversias de interés jurídico por lo que respecta a la responsabilidad interna implícita entre los miembros del equipo, así como la eventual responsabilidad externa ante terceros por obrar frente al público como proyecto aparentemente empresarial. Por el principio de confianza y buena fe, un tercero, con el que se haya tenido algún contacto del que puedan derivar derechos u obligaciones, no tiene el deber de conocer cuál es la naturaleza jurídica del proyecto, por lo que pueden aparecer disquisiciones legales al respecto.

3.1.2. *Seed*

En los estadios iniciales, las startups se materializan en proyectos, en el mayor de los casos sin llegar a la constitución societaria. Durante este período, conocido por su término anglosajón *seed,* el equipo fundador se encuentra en proceso de validación de las hipótesis de problema-solución. Deben analizarse cuáles son los clientes objetivo, qué problema tienen, qué solución necesitan y, finalmente, si los componentes de la propuesta tienen el valor suficiente para el mercado. Este estudio puede llevarse a cabo mediante entrevistas personalizadas, experimentos y encuestas, entre otras técnicas de investigación adaptadas. Durante esta fase suele desarrollarse un prototipo de producto no comercializable, que sirve para estudiar la valoración

de los posibles clientes, así como para presentar a los posibles agentes inversores o ayudas públicas.

Los fundadores suelen firmar un pacto de socios privado de baja complejidad jurídica, que regula las relaciones existentes entre ellos, así como la manera de proceder en la toma de decisiones y las responsabilidades de los distintos emprendedores. Últimamente, se están adaptando pactos de socios provenientes de la cultura empresarial norteamericana, que aconsejan la repartición dinámica de las participaciones durante los primeros pasos de la startup. En estos estadios, es habitual encontrar startups de varios miembros fundadores con uno de ellos dado de alta como empresario individual, para poder realizar los primeros actos legales en nombre del proyecto.

3.2. ETAPAS INTERMEDIAS

3.2.1. *Early*

El equipo fundador ya ha conseguido validar que existe un problema en el mercado y que la propuesta de solución tiene un valor añadido. El objetivo principal de la etapa *early* consiste en plantear hipótesis más específicas de producto-mercado, validando la rentabilidad y posible escalabilidad del modelo de negocio. Esto se hace por medio de un Producto Mínimo Viable (*MVP*), que consiste en crear una primera versión del producto que tenga sustento material en sí mismo, es decir, que pueda ser comercializado aun sin ser la versión final del producto deseada por el equipo. El *MVP* debe demostrar que la propuesta aporta suficiente valor al mercado y que el cliente está dispuesto a pagar un precio acorde al modelo de negocio. Los clientes objetivo en esta etapa se denominan *early adopters*, por su especial interés en los productos innovadores. Son cruciales para el aprendizaje de la empresa en términos de producto, pero no deben ser tratados como representativos del total de la población, pues existe un sesgo psicológico que podría frustrar las expectativas (*early adopters bias*).

En este estadio, suelen aparecer los primeros actos entre socios revestidos de forma jurídica pública, como puede ser la constitución de una sociedad de responsabilidad limitada con un nuevo pacto de socios que incluya a los primeros socios capitalistas. Los pactos parasociales, en estos estadios, suelen distar en cierto grado de la realidad estatutaria de la sociedad, que

suele estar formada por estatutos-tipo[25] simples para cumplir con el requisito formal en el proceso de la constitución societaria. Con el transcurso del tiempo y la entrada de inversores profesionales, los pactos parasociales pierden fuerza ejecutiva si no son traspuestos a los estatutos o se obliga la adhesión a ellos por parte de los nuevos socios entrantes. Naturalmente, cuánto más compleja la estructura societaria de la empresa, las problemáticas de naturaleza jurídica emergen con mayor facilidad y frecuencia, por lo que las empresas deben estar asesoradas y acompañadas durante el camino por profesionales de la materia.

3.2.2. *Growth*

A continuación, a medida que la empresa va validando las hipótesis anteriores, el objetivo deviene explorar los canales de crecimiento, junto con las métricas clave del modelo de negocio diseñado. Cada startup, según el sector y el producto o servicio desarrollado, debe adaptar y optimizar unas metodologías de trabajo, unos canales de crecimiento y unas métricas clave distintas.

Con una tabla de capitalización significativamente más compleja, los socios de la empresa pueden encontrarse en situaciones de más comprometidas, con pactos reservados entre distintos socios que dibujen conflictos entre ellos y los estatutos sociales. Deben tomarse decisiones importantes al respecto, con el fin de evitar controversias de tipo contractual y societario que comprometan la estabilidad de la empresa y el futuro de las inversiones venideras.

3.3. ETAPAS AVANZADAS

3.3.1. *Expansion*

En cuarto lugar, la empresa, habiendo validado las hipótesis de problema-solución, de producto-mercado y de crecimiento, se encuentra en fase de expansión. Hay un cambio de paradigma entre “empresa emergente” y “empresa en expansión”. La startup deviene *scaleup*. En esta etapa, la organización, de estructura societaria significativamente más compleja, procede al crecimiento internacional.

---

[25] Real Decreto 421/2015, de 29 de mayo, por el que se regulan los modelos de estatutos-tipo y de escritura pública estandarizados de las sociedades de responsabilidad limitada, se aprueba modelo de estatutos-tipo, se regula la Agenda Electrónica Notarial y la Bolsa de denominaciones sociales con reserva (BOE núm. 141, de 13 de junio de 2015).

Por lo que respecta a la naturaleza jurídica de las empresas en etapa de expansión, es habitual realizar la transformación de la Sociedad de Responsabilidad Limitada en Sociedad Anónima. Este acto jurídico es posible en base a los artículos 3 y 4.1 de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.

3.3.2. *Exit*

Finalmente, la empresa puede encontrarse en la etapa *exit*, aunque naturalmente no sucede con todas ellas. En este estadio final, los socios venden la mayor parte de sus acciones a una empresa tercera, con la intención de integrarla en su grupo empresarial o, eventualmente, liquidarla. Estas operaciones financieras son de una complejidad elevada y pueden tener implicaciones en el grado de concentración del mercado, por lo que deben estar revisadas por una autoridad pública en defensa de la libre competencia[26].

Los inversores esperan de la operación financiera un retorno en un plazo determinado. Posteriormente, proceden a la venta de sus participaciones de la empresa. El *exit* más común es la venta a un tercero: un comprador financiero, con la intención de potenciar su crecimiento, o un comprador industrial, con sinergias en el sector concreto e intención de reforzar su posición. Otro tipo de *exit* sería la salida a bolsa, pero requiere que se trate de empresas de volúmenes elevados y requisitos legales y económicos específicos.[27]

La estructura de la operación, cuando la empresa funciona con normalidad, suele requerir que el equipo fundador permanezca un tiempo en la gestión de la empresa, pues es el activo no reemplazable más relevante de la organización. Existen cláusulas para asegurar la permanencia de los fundadores en las adquisiciones, que se detallan en apartados posteriores.[28] Puede condicionarse el pago de unas primas o el desembolso de la compra de las acciones a los objetivos logrados. Si bien es cierto que las habilidades de un emprendedor no son las de un gestor, deben adaptarse correctamente las cláusulas del contrato para así encontrar el equilibrio de incentivos e intereses entre todas las partes implicadas.

---

[26] Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia (BOE núm. 159, de 4 de julio de 2007).

[27] De Carlos Bertrán, L. (2015). La sociedad cotizada. *AJUM (núm. 39-2015): pág. 31-42.*

[28] 6. ESTUDIO DE LAS CLÁUSULAS EN LOS PACTOS PARASOCIALES: pág. 27.

4. COMPARATIVA ENTRE LOS AGENTES INVERSORES

La financiación en una startup puede conseguirse por diferentes vías legales. Existen multitud de agentes inversores en el sector de la financiación de startups. En el presente apartado, se definen los más habituales, precisando su naturaleza financiera y legal, junto con las etapas del crecimiento empresarial donde se suelen posicionar como *players*.

4.1. EN ETAPAS INICIALES

4.1.1. *Bootstraping, Work for Equity, reward-based crowdfunding y premios al emprendimiento*

El término anglosajón *bootstraping* hace referencia a la financiación de proyectos vía recursos propios. Habitualmente, en los primeros pasos de una startup, el equipo fundador recorre a sus propios recursos para mantener en pie el proyecto, que aún se encuentra en fase de ideación o prototipaje. Captar inversión externa, en estos estadios, puede suponer un esfuerzo muy elevado, implicando una dilución excesiva para los fundadores, además de ser poco necesaria por el volumen de la empresa y sus objetivos, la validación de hipótesis.

Los recursos propios pueden materializarse en activos útiles para el proyecto, como equipos informáticos; en liquidez financiera, utilizar dinero propio para cubrir gastos derivados; o, finalmente, mediante el trabajo propio del equipo fundador que no recibe salario alguno, la conocida *sweat equity*. En ocasiones, cuando el equipo emprendedor carece de conocimientos tecnológicos suficientes, puede recurrir a realizar acuerdos *Work for Equity,* que se materializan en aumentos de capital social vía compensación de créditos contra la sociedad una vez devengados[29]. Se trata de un contrato entre los socios y un agente profesional externo que puede aportar su conocimiento o trabajo a cambio de participaciones de la empresa, sean reales o fantasma, caso en que se materializa vía *phantom shares*.

Los equipos que disponen de perfiles multidisciplinares tienen una ventaja comparativa respecto de los más homogéneos. Pueden aprovechar de un modo más intensivo los recursos propios, permitiéndoles mantener su autonomía, evitar gastos iniciales innecesarios, retrasar la captación de inversión y, por lo tanto, reducir la dilución.

---

[29] Solans Chamorro, L. (2019). Contratos entre socios y startups. Aspectos prácticos. *AJUM (núm. 52-2019): pág. 47.*

Una fuente de financiación habitual en etapas prematuras consiste en la búsqueda de fondos públicos mediante concursos y becas a proyectos emprendedores prometedores. Habitualmente, estos procesos ayudan al proceso de definición empresarial del proyecto y, en caso de éxito, dotan al equipo de liquidez que, aunque no sea en grandes cantidades, no espera retorno alguno.

Dentro del entorno del micromecenazgo, existe la opción de acudir a un *reward-based crowdfunding*, consistente en la promoción del proyecto inicial mediante plataformas especializadas en busca de interesados en su éxito. Principalmente, pueden recibirse aportaciones en forma de donación a la causa o de pago por una recompensa establecida. En ocasiones, el micromecenazgo de recompensa ayuda en el proceso de validación de hipótesis y puede servir para realizar una pre-venta del Producto Mínimo Viable creado con menos riesgo.

4.1.2. *Empresas incubadoras, Venture Builders y Friends, Family and Fools*

Existen organizaciones empresariales dedicadas exclusivamente al desarrollo de proyectos emprendedores. Actúan como apoyo profesional a equipos fundadores, aportando espacios de trabajo, mentorías, contacto con otras startups y, sobre todo, con potenciales inversores. Existen tres modalidades diferenciadas según la etapa del crecimiento donde intervienen, las condiciones en términos de aportaciones, asunción de costes y riesgos y, naturalmente, del porcentaje de participaciones retenido. En etapas iniciales, se posicionan las empresas incubadoras y los *Venture Builders* y, en etapas intermedias, las empresas aceleradoras.

Las dos primeras se posicionan en las fases *pre-seed* y *seed*, cuando los proyectos únicamente han definido una idea preliminar que requiere de validación de hipótesis. Estas empresas acompañan a las startups aportando un espacio de trabajo, mentoría con una metodología adaptada, sinergias con proyectos del sector y, en su caso, financiamiento. La diferencia principal entre las incubadoras y los *Venture Builders* radica en la asunción de riesgo y el porcentaje de participaciones retenido. Mientras que las primeras seleccionan proyectos emprendedores y los acompañan en sus primeros pasos por un bajo porcentaje de comisión, las segundas crean por sí mismas los proyectos y seleccionan un equipo que lo ejecute a cambio de un salario y una pequeña parte de las participaciones.

Las rondas de inversión *Friends, Family and Fools* (*FFF*) hacen referencia a las primeras ampliaciones de capital que las empresas emergentes tienen la oportunidad de realizar. Como su nombre en inglés indica, el capital recibido es por parte de inversores no profesionales, sean amigos, familiares o "necios". Las ampliaciones de capital derivadas de estas rondas de inversión no suelen tener una capitalización muy elevada y comprometen la estructura

societaria, por lo que se aconseja, siempre que sea posible, obviar este paso para evitar conflictos de intereses personales y controversias empresariales. Una opción para evitar complicar el *cap table* en una etapa temprana sería conceder el financiamiento por vía de préstamos participativos, donde el inversor participa de los beneficios del negocio, pero no tiene la propiedad sobre las participaciones sociales.

4.2. EN ETAPAS INTERMEDIAS

4.2.1. *Fondos de organismos públicos y equity crowdfunding*

El Estado Español, en los últimos años, ha conseguido posicionarse en estándares europeos en términos de captación de inversión. Uno de los pilares clave ha sido la financiación concedida por el Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, conocidos como ENISA. Se trata de un préstamo participativo a largo plazo con mejores condiciones que las de mercado, pero enfocado a un sector de proyectos empresariales concreto. Los requisitos básicos son la constitución como sociedad de capital, la sostenibilidad, viabilidad e innovación de la propuesta empresarial, que ya se debe encontrar en una etapa intermedia donde demuestra la comerciabilidad de su producto o servicio.

Los acuerdos de *equity crowdfunding*[30] permiten tanto a las empresas como a los inversores cerrar contratos de financiación que, de otro modo, serían inalcanzables. Las plataformas que lo hacen posible reducen las fricciones entre ambas partes, a través de una campaña respaldada con la información, transparencia y veracidad necesarias para la consecución de esta inversión. Una plataforma especializada en la captación de financiamiento se centra en la selección de los proyectos adecuados, con unos filtros y controles de calidad muy estandarizados. Además, para la estrategia empresarial, puede ser interesante valorar el impacto que una campaña satisfactoria tiene sobra la imagen y la comunidad del proyecto.

El *equity crowdfunding* suele materializarse vía ampliación de capital con la entrada de nuevos socios minoritarios, en ocasiones respaldados por un socio mayoritario inversor que negocia condiciones sindicales favorables a cambio de derechos políticos. Con esto, hay tres partes beneficiadas: el socio mayoritario tiene más derechos de voto, los socios minoritarios

[30] Kleinert, Volkmann, C., & Grünhagen, M. (2020). Third-party signals in equity crowdfunding: the role of prior financing. *Small Business Economics, 54(1): pág. 341–365.*

mantienen los derechos económicos en su propiedad y la empresa recibe más inversión sin complicar la estructura societaria en el momento de la toma de decisiones.

4.2.2. *Empresas aceleradoras y Business Angels*

Las empresas aceleradoras son de naturaleza semejante a las incubadoras, pero actúan en estadios posteriores. La diferencia principal entre estas reside en que las aceleradoras se centran en seleccionar proyectos y equipos consolidados, con un producto lanzado, en busca de su motor de crecimiento. El precio que cobran estas empresas se traduce en un porcentaje de las participaciones, que varía según la implicación y los resultados obtenidos.

Por otro lado, los *Business Angels*[31] son los primeros agentes de inversión profesionales que una startup suele encontrarse. Participan no solo en términos de aportación de capital financiero, sino también de modo activo en el crecimiento de la compañía. Suelen ser perfiles emprendedores que buscan un vínculo directo con proyectos emergentes y pueden adoptar una posición política en el Consejo de Administración.

4.3. EN ETAPAS AVANZADAS

4.3.1. *Venture Capitals*

Según el art. 2 de la Ley 1/1999[32], los *Venture Capitals* son sociedades anónimas o fondos de patrimonio que se dedican principalmente a la inversión de capital en empresas no financieras. Por lo tanto, se trata de empresas creadas para captar fondos de terceros e invertirlos en el crecimiento de otras empresas y, una vez obtenido el retorno esperado, salir de su estructura societaria. Las sociedades *Venture Capitals* son perfiles inversores totalmente profesionalizados, que exigen en sus contratos cláusulas y condiciones muy estandarizadas, detalladas en los próximos apartados del estudio.[33] Pueden encontrarse *Venture Capitals* que participen activamente en el Consejo de Administración de la empresa, aunque eso no sea normativo.

---

[31] Gregson. (2014). Financing new ventures: an entrepreneur's guide to business angel investment (1st ed.). *Business Expert Press*.

[32] Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus sociedades gestoras (BOE núm. 5, de 6 de enero de 1999).

[33] 6. ESTUDIO DE LAS CLÁUSULAS EN LOS PACTOS PARASOCIALES: pág. 27.

4.3.2. *Acuerdos de Media for Equity y operaciones M&A*

En etapas de crecimiento de las empresas, es interesante valorar los acuerdos con grupos de medios de comunicación, que ofrecen canales de publicidad a un precio muy atractivo. Con una naturaleza semejante a los acuerdos *Work for Equity*, suponen una ventaja comparativa ante los competidores en cuanto a oportunidades en los canales de crecimiento.[34]

Como se ha comentado anteriormente, uno de los posibles finales para el recorrido del emprendedor en una startup puede ser la fase del *exit*. Este puede materializarse en la salida a bolsa de la empresa, o en la compra de las acciones que impliquen el control por parte de un socio comercial o industrial con intereses en el sector. Estas operaciones, conocidas por su acrónimo *M&A* (*Mergers and Adquisitions*), supone un antes y un después en la organización de la empresa. La compra puede ir enfocada a la liquidación de la empresa por parte de un competidor, a la única compra de la propiedad intelectual o, incluso, al crecimiento y la creación de sinergias con el nuevo socio del sector, sea vertical u horizontal la relación. Estas operaciones financieras requieren de un proceso de *Due Diligence*, puesto que el riesgo asumido es extremadamente elevado.

[34] Moreno Planas, T. (2022). Media for Equity en Mediaset. *Future Leaders, ThePower Business School*.

5. ANÁLISIS DE LOS CONTRATOS DE FINANCIACIÓN

Claro está la diversidad en cuánto a formas contractuales que ofrece el ordenamiento jurídico a las partes, pero también es cierto que hay algunas herramientas legales que suelen adaptarse mejor a las necesidades de las empresas emergentes. Siendo el objeto la financiación de estas, se estudian a continuación las principales cuatro alternativas en forma de contrato con las que un emprendedor deberá lidiar a lo largo de su recorrido empresarial.

5.1. PRÉSTAMO BANCARIO

Como alternativa a la financiación mediante aumento de capital social, que, en el supuesto de entrada de terceros, implica inevitablemente la dilución de las participaciones, existe el financiamiento vía fondos ajenos. Esta realidad se materializa en contratos de préstamo entre una parte que dispone de liquidez y otra que carece de esta. La obligación de este negocio jurídico deriva en la devolución de la cantidad dineraria prestada, esto es la principal, más los intereses acordados.

Tradicionalmente, las entidades financieras bancarias,[35] han distado en términos de necesidades, objetivos y lenguaje del ecosistema de las empresas emergentes. Las entidades bancarias han tenido en cuenta unos parámetros de solvencia, liquidez y requisitos de avales personales que han estado totalmente desalineados con la realidad del sector emprendedor. Actualmente, están desarrollando productos financieros para este tipo de empresas emergentes, que consisten en parametrizar variables distintas para adaptarse a la situación de elevado riesgo, incertidumbre y crecimiento potencial de estas compañías.

5.2. PRÉSTAMO PARTICIPATIVO

La figura contractual del préstamo participativo[36] se considera una tipología de inversión en forma de préstamo vinculado a los resultados obtenidos por la empresa prestataria, pero sin intervenir directamente en la estructura societaria de esta. Por su naturaleza, como confirma la

---

[35] Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito (BOE núm. 156, de 27 de junio de 2014).

[36] Artículo 20.Uno, Real Decreto-ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica (BOE núm. 139, de 8 de junio de 1996).

Audiencia Provincial de Barcelona[37], el préstamo participativo es un crédito subordinado, con las implicaciones societarias y concursales que esa calificación conlleva.[38]

Aunque se relacione habitualmente con las operaciones de ampliación de capital, el préstamo participativo, tal como define alto tribunal,[39] tiene naturaleza de negocio jurídico prestatario, con obligación esencial de devolución del capital prestado, junto con unos intereses variables flexibles adaptados a los resultados obtenidos.

Es habitual encontrarse con esta figura contractual en la financiación por parte de organismos públicos o entidades vinculadas a la principal que tengan intereses claramente alineados con esta. Tal como se ha expuesto, el mayor exponente es el préstamo participativo ENISA, detallado en apartados anteriores, y los emitidos por el *Institut Català de Finances* en Cataluña. También pueden acordar préstamos participativos las startups con agentes inversores privados, como *Business Angels* o *Friends, Family and Fools*.

Se considera una figura intermedia entre la ampliación de capital y la financiación por terceros en sentido estricto. Consigue alinear los intereses de ambas partes de manera satisfactoria. Puede llegar a confundirse con el contrato de cuentas en participación, pues su naturaleza no dista en términos generales. No obstante, es bien sabido que la obligación principal del préstamo consiste en la devolución de este. No es así en el caso de contratos de cuentas en participación, donde la obligación reside en rendir cuentas y liquidar al cuenta-partícipe según su participación en los resultados obtenidos de la actividad empresarial. Financiar una startup con un cuenta-partícipe puede ser atractivo en términos de minoración del pasivo contraído, pero, al mismo tiempo, compromete en mayor grado a los futuros inversores, que siguen vinculados a rendir cuentas de manera indefinida con el partícipe. Sin embargo, es una opción más interesante cuando se materializa en fondos de capital-riesgo, donde los ahorradores aportan capital a un gestor, el *Venture Capital*, que lo gestiona e invierte por cuenta propia y hace partícipes a los ahorradores por medio de los resultados obtenidos.

---

[37] Sentencia Audiencia Provincial de Barcelona 11733/2020, de 24 de noviembre. ECLI:ES:APB:2020:11733.

[38] García-Villarubia, M. (2014). Tres supuestos dudosos de créditos subordinados. *El Derecho. Revista de Derecho Mercantil*.

[39] Sentencia del Tribunal Supremo 5545/2011, de 13 de julio. ECLI:ES:TS:2011:5545.

5.3. OBLIGACIÓN CONVERTIBLE

También a medio camino entre el préstamo y la ampliación de capital, se extiende el contrato de obligación convertible, conocido comúnmente como préstamo o nota convertible.[40] Se trata de un instrumento financiero de naturaleza esencialmente prestataria, pero de amplia libertad contractual. Se estipula, en su clausulado, una serie de condiciones que, de cumplirse, convertirán el capital prestado en capital social de la empresa. El prestamista, por lo tanto, puede convertirse en socio accionista, con todas las consecuencias contables y legales que esta acción implique. Esta conversión se hace mediante un aumento de capital social por compensación de créditos, en base al art. 295.2 LSC.

Habitualmente, se utiliza como incentivo y bonificación para los primeros inversores, que asumen mayor riesgo en los primeros momentos de las rondas de financiación. Así, la startup consigue liquidez inmediata y una garantía frente a los próximos inversores. La nota convertible debe incluir una tasación determinada de la convertibilidad del préstamo para reducir la incertidumbre y determinar, en el propio contrato, las condiciones en las que el prestamista podrá convertir la deuda en capital, tal como indica el art. 302 LSC. La característica de convertibilidad de la obligación no va desligada de su posible clasificación de préstamo participativo. Así, existen tanto préstamos convencionales convertibles, como participativos también convertibles, y viceversa.

5.4. AUMENTO DE CAPITAL SOCIAL

Las rondas de financiación suelen ejecutarse mediante ampliaciones de capital social. Según la naturaleza de este acto jurídico, y en base al art. 295 LSC, existen las siguientes cuatro posibilidades: por aportación dineraria, no dineraria, por compensación de créditos o con cargo a reservas. A su vez, el aumento de capital social se puede realizar por creación de nuevas participaciones, en el caso de las SL, por emisión de nuevas acciones, en las SA, o, finalmente, por elevación del valor nominal de las ya existentes.

Las primas de emisión son el mecanismo más habitual para repartir de la manera más equitativa posible las acciones entre los fundadores y los inversores. La valoración *pre-money* corresponde

---

[40] Pérez Guerra, C. (2021). Obligaciones convertibles en acciones (1ª ed.). *Tirant lo Blanch*.

al valor que se adjudica a la empresa antes de la ampliación de capital y la *post-money* al valor de esta después de la ronda de financiación.

Póngase, por ejemplo, los fundadores de una empresa que aportaron 10.000€ de capital social en su constitución, repartidos en 10.000 participaciones de valor nominal 1€. Actualmente, inician una ronda de inversión de 100.000€ con una valoración de la empresa *post-money* de 1.000.000€, en la que se ofrece el 10% de las participaciones de la empresa. Por lo tanto, deben realizar un aumento de capital social por aportación dineraria con la creación de 1.000 participaciones, de valor nominal 1€ y prima de emisión 99€. Los inversores que accedan a este negocio adquieren las participaciones con la prima sobre su valor. Sin esta, los fundadores pierden la mayor parte de las participaciones y el control sobre la empresa. El capital social, en este ejemplo, es aproximadamente de 11.000€ y la prima de emisión figura como parte de fondos propios, sin ser capital social contable. En este caso, la dilución de los fundadores es únicamente del 10%.

El proceso de aumento de capital social requiere de especialistas, tanto legales como fiscales y financieros, que asesoren en la gestión y la negociación. El capital social está indicado en los Estatutos Sociales de la compañía, con el detalle del número de participaciones y el valor de estas. Debe celebrarse un Acuerdo de Junta General con la mayoría requerida para realizar un aumento. El inversor puede solicitar un *Due Diligence*, proceso consiste en analizar al detalle todos los detalles de la empresa para comprobar si lo plasmado en los documentos se adecúa a la realidad. Es un proceso largo y tedioso, que puede llegar a frustrar la operación. Finalmente, si el resultado de las negociaciones y la inspección es satisfactorio, se firma la transacción ante notario y se inscribe en el Registro Mercantil.

6. ESTUDIO DE LAS CLÁUSULAS EN LOS PACTOS PARASOCIALES

Lejos de pretender abarcar todas las cláusulas que puedan aparecer en un pacto de socios, sean estas de naturaleza económica, política, financiera o de retención de talento, para el presente apartado se ha hecho una tria selectiva de las que se creen más interesantes para el estudio de las empresas emergentes.

6.1. REPARTIMIENTO DINÁMICO DE PARTICIPACIONES O *SLICING PIE STOCKS*

Mike Moyer, profesor de la *Chicaco University*, ha desarrollado una metodología de repartimiento dinámico de participaciones para fundadores de startups, conocida como *slicing pie stocks*.[41] La incertidumbre de las fases más iniciales genera dudas acerca de qué implicación, relevancia y recursos aportará cada miembro del equipo. Se pretende, por lo tanto, buscar el repartimiento más equitativo, el que evite conflictos futuros.

El método *slicing pie* determina el valor porcentual de la aportación de cada miembro del equipo, que puede venir determinada el tiempo y esfuerzo dedicados, la red de contactos, la relevancia de su rol, entre otros muchos factores. Se intenta establecer un valor monetario para cada tipo de aportación, con unos multiplicadores aplicables según diferentes casuísticas.

Aunque se trata de una metodología innovadora y con poca presencia internacional, ya cuenta con adaptaciones a distintos ordenamientos jurídicos. En España, no obstante, aún no existe un debate jurídico, ni un estudio de compatibilidad legal al respecto. Sin embargo, es habitual entre las startups españolas prematuras predecir la aportación de cada fundador y revisar su modelo de repartimiento dinámico de participaciones con una frecuencia pactada.

Surge la disquisición legal de si, estos documentos, en ocasiones informales o, incluso, sin firma de los miembros, pueden surgir efectos ante una hipotética controversia. No existe literatura jurídica al respecto, pero todo apunta a considerar que, si los documentos van siendo revisados y firmados por todos los socios de manera escrita, tendrían la consideración de actualización de pactos parasociales. Sin embargo, si se tratase de un mero documento borrador sin firma alguna, la eficacia legal de estos sería naturalmente dudosa.

---

[41] Moyer, M. (2012). Slicing Pie: Funding Your Company Without Funds.

6.1. *VESTING* Y *GOOD LEAVER, BAD LEAVER*

Las cláusulas *vesting* regulan el devengo gradual por parte del beneficiario de las participaciones durante un periodo determinado de tiempo.[42] Persiguen, naturalmente, la retención de talento esencial y el compromiso del equipo con el proyecto. El *cliff*, o periodo de carencia, corresponde al momento a partir del cual los derechos van adquiriéndose progresivamente durante un periodo de tiempo determinado, conocido como *vesting*, con una frecuencia y un fin de programa pactados. Transcurrido ese plazo, deviene socio de la empresa con la totalidad de sus participaciones.

El clausulado *vesting* es útil en distintas situaciones, tanto hechas por el propio equipo fundador en las etapas iniciales, como en etapas intermedias por un socio inversor o, incluso, por los compradores en un *exit* de etapas avanzadas. En caso de incumplimiento contractual, se reduce la propiedad del beneficiario a las participaciones devengadas, y sobre las pendientes existe una obligación de venta a la empresa por un precio previamente pactado. Suelen ir reguladas junto al clausulado *good leaver, bad leaver*.

Existen una serie de situaciones que pueden causar la salida de un socio o directivo, algunas de ellas consideraras como involuntarias o inevitables, y otras consideradas como voluntarias o evitables. Las primeras, conocidas como eventos *good leaver*, son situaciones habitualmente de fallecimiento, jubilación, incapacidad, incumplimiento contractual de la sociedad o despido improcedente, e implican una salida beneficiosa para el afectado. El segundo grupo, los eventos *bad leaver*, son aquellos casos en que el afectado abandona voluntariamente, incumple el contrato, es despedido procedentemente, entre otras casuísticas que pueden pactarse.[43] Los socios salientes, *good leaver,* tienen un derecho de venta de las participaciones afectadas al precio de mercado o superior, y los *bad leaver* una obligación de venta a un precio penalizado, habitualmente por una cláusula penal contractual.

Las cláusulas *good leaver, bad leaver* son compatibles con diversos derechos de socios o directivos de la empresa. Es habitual encontrarlas en las regulaciones *vesting*, pues complementan satisfactoriamente las necesidades de ambas partes en estas situaciones.

---

[42] Edmans, Fang, V. W., & Lewellen, K. A. (2017). Equity Vesting and Investment. *The Review of Financial Studies, 30(7), 2229–2271.*

[43] Solans Chamorro, L. (2019). Contratos entre socios y startups. Aspectos prácticos. *AJUM (núm. 52-2019): pág. 44.*

6.2. *STOCK OPTIONS* Y *PHANTOM SHARES*

Las *stock options* son una herramienta de retención de talento de la que disponen las empresas respecto a sus empleados más valiosos. Consisten en un derecho de compra de participaciones de la empresa a un precio preferente inferior al de mercado. Suelen combinarse con periodos de vesting para mantener el compromiso del titular del derecho durante un determinado tiempo en el proyecto. Tradicionalmente, las *stock options* no han sido una opción atractiva para las startups españolas por su bajo incentivo fiscal. Existe, además, un debate legal acerca de si las *stock options* son una herramienta disponible para las sociedades de responsabilidad limitada, pues de la literalidad del art. 219 LSC podría desprenderse lo contrario. Sin embargo, la doctrina considera que esta ambigüedad legislativa puede ser subsanada con la aprobación del plan de *stock options* por parte de la Junta General de la SL.

Como alternativa a las *stock options* en España, que tienen un uso residual entre el ecosistema de las startups, aparecen las *phantom shares*, o acciones fantasmas. Estas, a diferencia de las anteriores, no conllevan propiedad de participaciones, ni, por lo tanto, entrada de nuevos socios. Se trata de un sistema de retribución variable indexado a los resultados del negocio empresarial. Con esto, la organización consigue fidelizar al talento relevante, sin comprometer el *cap table*.

Podría considerarse que existe una relación de naturaleza semejante entre la propiedad de participaciones, las *stock options* y las *phantom shares*, con los, ya vistos, aumentos de capital, las obligaciones convertibles y los préstamos participativos.

El Gobierno de España, con la voluntad de posicionar el país en estándares de inversión europea, ha desarrollado el Proyecto de Ley de fomento del ecosistema de las empresas emergentes. La regulación de las *stock options* es uno de los avances cruciales hechos por el legislador, que opta por incentivar fiscalmente esta retribución variable. Esto induce a pensar que, en un futuro próximo, en el caso que el Proyecto de Ley se apruebe en las Cortes, el uso masivo de las *phantom shares* se diluirá con el aumento de planes de *stock options*.

6.3. *DRAG ALONG* Y *TAG ALONG*

Los cláusulas de arrastre y acompañamiento son derechos clave para la comprensión de las dinámicas de inversión en el ecosistema emprendedor. Tratándose de un entorno altamente cambiante, esto es, con niveles de riesgo elevados y *players* con contratos de naturaleza muy distinta, la alineación de intereses, como se trata de exponer a lo largo de este estudio, es crucial para la consecución de estas operaciones financieras. El papel de las cláusulas *drag along* y *tag along* consigue encontrar el equilibrio entre intereses de socios minoritarios y mayoritarios.[44]

Los derechos de arrastre, *drag along*, son una herramienta típica de protección de los socios inversores mayoritarios. Les confiere el poder de forzar la venta de las participaciones de los socios minoritarios en caso de bloqueo ante una oferta de compra de la totalidad de la empresa. Naturalmente, debe contener una redacción exhaustiva con determinación del precio mínimo de venta por participación y el porcentaje necesario para poder invocar el arrastre, además de condiciones extra que puedan ser pactadas por las partes.

Por otro lado, el derecho de acompañamiento, *tag along*, consigue compensar la balanza de intereses protegiendo a los socios minoritarios, a quienes da la potestad de adherirse a las ventajas derivadas de un acuerdo entre un socio mayoritario y un comprador. Puede ser útil, también, para proteger a un socio inversor ante la posible salida del fundador. Como en la cláusula *drag along*, se exige determinación en las condiciones del ejercicio del derecho.

6.4. DERECHOS DE LIQUIDACIÓN PREFERENTE Y *PAY TO PLAY*

El socio inversor, en arcas de su poder negociador, puede establecer cláusulas de derechos preferentes en la liquidación como condición a su aportación de capital. Es un mecanismo de protección de la inversión que se activa en ventas a valoraciones inferiores que implican pérdidas. Puede pactarse el multiplicador de la cantidad protegida, sea este la totalidad de la inversión o inclusive una rentabilidad. Es un arma de doble filo, pues puede comprometer las futuras rondas de financiación y desincentivar a posibles socios inversores.

Su trasposición estatutaria puede ser conflictiva pues, tal y como advierte a la autora Solans Chamorro, "desde un punto de vista societario, estas cláusulas pueden plantear el problema de

---

[44] Bermejo Gutiérrez, & Sáez Lacave, M. I. (2007). Inversiones específicas, oportunismo y contrato de sociedad. A vueltas con los pactos de tag- y de drag-along. *InDret, 1: pág. 8-14*

que suponen atribuir a los socios distintos derechos económicos, en contra de lo previsto en el art. 94.1 LSC. Para salvar ese problema, podrían crearse distintas clases de participaciones que posibiliten jurídicamente atribuirles un valor distinto en caso de venta."[45]

Los derechos preferentes en liquidación pueden ir acompañados de cláusulas *pay to play*, que vinculan la permanencia de ciertos derechos al compromiso de inversión continuada en el proyecto. Esto es, por ejemplo, puede perderse el derecho de liquidación preferente si el agente no sigue participando en las futuras rondas de financiación. Aun así, las cláusulas *pay to play* pueden comprometer otros derechos de pactos parasociales de distinta naturaleza.

6.5. PRECIO MÍNIMO DE LAS PARTICIPACIONES O ACCIONES SOCIALES

El precio de venta es uno de los puntos clave y, por ende, más conflictivos en la negociación y ejecución de las anteriores cláusulas. Existen numerosos métodos de determinación del precio de la participación, y tampoco el ordenamiento jurídico es claro al respecto. La cuestión, en el ámbito legal, gira alrededor del precio mínimo. Siendo el legislador ambiguo fijando el "valor razonable", la jurisprudencia ha tratado de llenar esta laguna con una interpretación poco flexible: el valor contable como precio mínimo. La doctrina, por otro lado, se muestra favorable a la liberalización y rechaza establecer legislativamente un precio "suelo" al que puedan ser vendidas las participaciones.

La Administración Pública sigue esta interpretación de un modo flexible enunciando que "el valor razonable es el valor de mercado, sin bien, al no existir propiamente mercado de participaciones sociales y –salvo en el caso de sociedades abiertas– tampoco de acciones, debe determinarse por aproximación, según la normativa contable."[46] De sus postreros argumentos se entreve una posición más flexible al respecto, cuando cuestiona al alto tribunal afirmando que "establecer como valor de la participación el valor razonable, entendido como el valor contable que resulte del último balance aprobado por la Junta, se trata de un sistema de tasación que debe rechazarse al no responder de modo patente e inequívoco a las exigencias legales de

---

[45] Solans Chamorro, L. (2019). Contratos entre socios y startups. Aspectos prácticos. *AJUM (núm. 52-2019): pág. 43.*

[46] Resolución de 15 de noviembre de 2016, de la Dirección General de los Registros y del Notariado, en el recurso interpuesto contra la negativa de la registradora mercantil y de bienes muebles VI de Valencia a inscribir determinada cláusula de los estatutos sociales de una entidad (BOE núm. 291, de 2 de diciembre de 2016).

imparcialidad y objetividad, en tanto en cuanto el valor contable depende del balance aprobado por la Junta General."[47]

[47] Resolución de 17 de mayo de 2021, de la Dirección General de Seguridad Jurídica y Fe Pública, en el recurso interpuesto contra la negativa del registrador mercantil y de bienes muebles IX de Barcelona a inscribir determinadas cláusulas de los estatutos sociales de una entidad (BOE núm. 133, de 4 de junio de 2021).

7. CONCLUSIONES

Las conclusiones a las que ha llegado el presente estudio se estructuran en cuatro ejes vertebrados, dirigidas a los diversos agentes creadores de derecho. Con estas consideraciones, no se pretende infravalorar el trabajo hecho por estos a través del actual ordenamiento jurídico, sino poner de relieve en qué direcciones puede seguir avanzando el derecho español siguiendo la senda de la modernización jurídica europea.

En primer lugar, con la mirada puesta en los socios emprendedores e inversores, se reafirma la idea inicial de la importancia de revisar y adaptar de un modo cuasi-quirúrgico los pactos parasociales durante el proceso de financiamiento. Debe tenerse en cuenta, como se expone a lo largo del trabajo, en qué estadio se encuentra una startup, para comprender a qué agentes inversores dirigirse, a qué formas contractuales recurrir y qué clausulado es el más conveniente.

En segundo lugar, desde el punto de vista legislativo, se tiene por indudable que la realidad del sector empresarial está viviendo en pocas décadas avances cualitativos considerables. Los ordenamientos jurídicos, por definición, deben anticipar y focalizar la mirada antes de dar el paso certero. Por lo que, en vistas a la consolidación de estas prácticas, y siendo esta una situación que no ha escapado en ningún momento de los ojos del legislador español, se están moviendo las primeras fichas. Queda por ver cómo se resuelve el debate sobre el Proyecto de Ley de Startups en las Cortes Generales, así como si los efectos logrados son los deseados, pero cabe destacar que las expectativas y la respuesta del sector han sido muy positivas.

En tercer lugar, dirigiendo la palabra al poder judicial español, se considera necesaria una revisión interpretativa en algunos de los aspectos clave del Derecho de Sociedades, tal como apunta la doctrina mayoritaria. No obstante, la inoponibilidad de los pactos parasociales frente a la sociedad y la imposición de un precio mínimo en la transmisión de las participaciones son fruto de las ambigüedades legislativas, por lo que se entiende que, si la mirada del segundo evoluciona, la del tercero progresará a su vera.

Finalmente, se agradece el trabajo doctrinal a los autores que han servido de fuente e inspiración para el presente estudio y, además, se les anima a progresar en la investigación jurídica de algunos de los elementos que permanecen aún vírgenes.

8. BIBLIOGRAFÍA

8.1. DOCTRINA

Álvarez Martín-Nieto, T. (2015). Dónde buscar financiación (según la fase en la que se encuentre tu startup). *Cinco días*.

Bermejo Gutiérrez, & Sáez Lacave, M. I. (2007). Inversiones específicas, oportunismo y contrato de sociedad. A vueltas con los pactos de tag- y de drag-along. *InDret, 1: pág. 8-14*

Blank, & Dorf, B. (2013). El Manual del emprendedor: la guía paso a paso para crear una gran empresa. *Gestión 2000*.

Bustos Contell, Ferrando Bolado, M., & Labatut Serer, G. (2014). El préstamo participativo, ¿tiene el mismo impacto que el capital riesgo en el crecimiento de la pequeña y mediana empresa? *Revista Europea de dirección y economía de la empresa, 23(1): pág. 43–49*.

De Carlos Bertrán, L. (2015). La sociedad cotizada. *AJUM (núm. 39-2015): pág. 31-42*.

Edmans, Fang, V. W., & Lewellen, K. A. (2017). Equity Vesting and Investment. *The Review of Financial Studies, 30(7): pág. 2229–2271*.

Equipo del Portal Jurídico A definitivas. (2021). Guía legal para una startup (2ª ed.). *Sepin*.

Escartín, D. (2020). Startups: claus d'èxit, finançament i valoració: bases conceptuals i aplicacions pràctiques. *ACCID, Associació Catalana de Comptabilitat i Direcció*.

Fede Durán. (2018). Manual de la buena startup. *Actualidad Económica*.

Feliu, Rey. (2012). Los pactos parasociales en las sociedades de capital no cotizadas. *Marcial Pons*.

García-Villarubia, M. (2014). Tres supuestos dudosos de créditos subordinados. *El Derecho. Revista de Derecho Mercantil*.

Gregson. (2014). Financing new ventures: an entrepreneur's guide to business angel investment (1st ed.). *Business Expert Press*.

Kleinert, Volkmann, C., & Grünhagen, M. (2020). Third-party signals in equity crowdfunding: the role of prior financing. *Small Business Economics, 54(1): pág. 341–365*.

Martin Cabiedes, L. (2015). ¿Tienes una startup?: todas las claves para conseguir una financiación. *Gestión 2000*.

Moyer, M. (2012). Slicing Pie: Funding Your Company Without Funds.

Noval Pato. (2012). Los pactos omnilaterales: su oponibilidad a la sociedad: diferencias y similitudes con los estatutos y los pactos parasociales. *Civitas Thomson Reuters*.

Paz-Ares, C. (2003). El enforcement de los pactos parasociales. *AJUM (núm. 5/2003): pág. 19-43*.

Pérez Guerra, C. (2021). Obligaciones convertibles en acciones (1ª ed.). *Tirant lo Blanch*.

Pérez Moriones, A. (2014). La necesaria revisión de la eficacia de los pactos parasociales omnilaterales o de todos los socios. *Estudios de Deusto, 61(2): pág. 262–296*.

Ries, E. (2011). The Lean Startup: how today's entrepreneurs use continuous innovation to create radically successful businesses (1st ed.). *Crown Business*.

Solans Chamorro, L. (2019). Contratos entre socios y startups. Aspectos prácticos. *AJUM (núm. 52-2019): pág. 36-52*.

Vera Hervás, L. (2017). Cuestiones legales a tener en cuenta al lanzar una startup. *Cinco días*.

8.2. ENTREVISTAS

Farrero, B. & Romero, J. (2021, julio). Inversión early stage y exits de seedrocket (SN). En *Itnig: Historias de Startups (podcast, en línea, abierto)*.
https://itnig.net/podcast/200_Inversin_early_stage_y_exits_de_seedrocket/

Farrero, B. & Romero, J. (2021, septiembre). Factorial levanta $80M más: ¿cómo y por qué? (SN). En *Itnig: Historias de Startups (podcast, en línea, abierto)*.
https://itnig.net/podcast/204_Factorial_levanta_80M_ms_cmo_y_por_qu_Tertulia_en_Itnig/

Farrero, B. & Romero, J. (2021, octubre). La evolución de Oscar Pierre y Glovo (SN). En *Itnig: Historias de Startups (podcast, en línea, abierto)*.
https://itnig.net/podcast/209_La_evolucin_de_Oscar_Pierre_y_Glovo_PARTE_1_DE_2/
https://itnig.net/podcast/209_La_evolucin_de_Oscar_Pierre_y_Glovo_PARTE_2_DE_2/

Farrero, B. & Romero, J. (2022, febrero). Invertir en Startups, con Carlos Blanco (núm. 4). En *Itnig: Historias de Startups (podcast, en línea, abierto)*.
https://open.spotify.com/episode/2c76kjJfwcCZwt4lNA2iPc?si=191908ec4d104fcc

Farrero, B. & Romero, J. (2022, marzo). Nuestra experiencia en inversión en startups: adquisición y dilución (núm. 10). En *Itnig: Historias de Startups (podcast en línea abierto)*
https://open.spotify.com/episode/1XUsq7BBngjKYjI5HgZscy?si=c08d3f7a3b34419e

Gisbert, X. (2022, enero). ¿Qué es una startup? Historia de Bleta. *(entrevista personal)*.

Jímenez, J. (2021, junio). El camino legal de una startup: desde el pacto de socios, a rondas, ventas o cierres (núm. 19). En *El podcast de Lanzadera (podcast, en línea, abierto)*.
https://open.spotify.com/episode/6ZOgkB5xhzswhc3vAkvahm?si=313153e2205b4870

Martin, P. & Rodado, V. (2021, septiembre). Crowd equity, inversión no profesional, comunidad (SN). En *Open Startups by Minimalism (podcast, en línea, abierto)*.
https://open.spotify.com/episode/28555nNSW9a6FTdFFJDB4Y?si=987fcabeab684fb8

Moleón, J. (2021, julio). Qué aprendí cómo Business Angel de Holded (SN). En *Seedrocket Startup School (podcast, en línea, abierto)*.
https://open.spotify.com/episode/2pBkQeEj2CovSizJetOX9N?si=5936d5756028444e

Vilanova, P. (2021, julio). ¿Qué es Venture Capital? con Javier Megías (SN). En *Aprendo VC Talks (podcast, en línea, abierto)*.

https://open.spotify.com/episode/5GU0m3151JRVvqzr5iblCc?si=97268cbe4ec44321

8.3. FORMACIÓN

Adanero, B. (2022). El Mínimo Producto Viable. En *Future Leaders, ThePower Business School (curso formativo, en línea, cerrado).*

Ber, J. (2022). Exit. En *Future Leaders, ThePower Business School (curso en línea cerrado).*

Cester, A. (2022). Fases de crecimiento de Colvin. En *Future Leaders, ThePower Business School (curso formativo, en línea, cerrado).*

Gonsalbez, L. (2022). ¿Cómo funciona una ampliación de capital? En *Future Leaders, ThePower Business School (curso formativo, en línea, cerrado).*

Gonsalbez, Luis (2022). El pacto de socios. En *Future Leaders, ThePower Business School (curso formativo, en línea, cerrado).*

Martinez, I. (2022). Orígenes de financiación en una startup y sus etapas. En *Future Leaders, ThePower Business School (curso formativo, en línea, cerrado).*

Martinez, I. (2022). La valoración y la dilución. En *Future Leaders, ThePower Business School (curso formativo, en línea, cerrado).*

Moreno, T. (2022). Media for Equity en Mediaset. En *Future Leaders, ThePower Business School (curso formativo, en línea, cerrado).*

8.4. WEBGRAFÍA

Cayón, R. & Vinageras, P. (2020, septiembre). 5 cláusulas clave para un 'venture capital' en un pacto de socios. *Garrigues Digital (artículo, en línea)*.
https://www.garrigues.com/es_ES/garrigues-digital/5-clausulas-clave-venture-capital-pacto-socios

Crespo, C. (2020, enero). Los pactos parasociales: naturaleza, validez, eficacia y registrabilidad en las SL. *Editorial Jurídica Sepin (artículo, en línea)*.
https://blog.sepin.es/2020/01/pactos-parasociales-naturaleza-validez-eficacia-registrabilidad/

Diferencias entre aceleradora, incubadora y venture builder (SF). (2017, mayo). *El Referente (artículo, en línea)*.
https://elreferente.es/tecnologicos/diferencias-entre-aceleradora-incubadora-y-venture-builder/

Ferreres, B. (2021, marzo). Las Phantom Shares: una nueva forma de retener y comprometer al talento en las startups. *Segarra Abogados y Economistas (artículo, en línea)*.
https://www.sgrr.es/startups/phantom-shares-startups/

Giménez, J. C. El enforcement de los pactos parasociales en la sociedad limitada. *Giménez Salinas Abogados (artículo, en línea)*.
https://gimenez-salinas.es/el-enforcement-de-los-pactos-parasociales-en-la-sociedad-limitada/

Hernández, D. (2019, abril). Pacto de socios en la fase inicial de una start-up. *KPMG Impulsa (artículo, en línea)*.
https://www.kpmgimpulsa.es/blog/pactos-de-socios-en-la-fase-inicial-de-una-startup

Hidalgo-Barquero, F. J. (2017, septiembre). Estatutos y Pacto de Socios: 5 claves sobre su compatibilidad y diferencias. *EmpresaX (artículo, en línea)*.
https://empresax.com/blog/compatibilidad-estatutos-pacto-socios/

La dilución en una startup (SF). (2020, julio). *Intelectium Funding Accelerator (artículo, en línea)*.
https://intelectium.com/la-dilucion-en-una-startup/

Las fases o etapas de una startup (SF). (2021, febrero). *CEMEX Ventures (artículo, en línea)*.
https://www.cemexventures.com/es/startup-fases-etapas/

Luque, M. (2020, diciembre). La 'due diligence' de la 'startup' previa a la entrada de un inversor: qué consecuencias puede tener y cómo prepararse para ella. *Garrigues Digital (artículo, en línea)*.
https://www.garrigues.com/es_ES/garrigues-digital/due-diligence-startup-previa-entrada-inversor-consecuencias-puede-tener-prepararse

Sanz, M. (2021, mayo). ¿Son oponibles los pactos parasociales omnilaterales a la sociedad? *ILP Abogados (artículo, en línea)*.
https://www.ilpabogados.com/son-oponibles-los-pactos-parasociales-omnilaterales-a-la-sociedad/