



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

TRABAJO FIN DE MÁSTER
MÁSTER DE ACCESO A LA ABOGACÍA
ELENA EUBA HERNÁNDEZ

10 de enero de 2022



EEH ABOGADOS, S.L.P.
Paseo de la Castellana 110
28046, Madrid
TEL: +34 91 359 47 03



EEH ABOGADOS

INFORME LEGAL
GRUPO CASTILLA



Índice

1. Asunto y antecedentes.....	4
2. Análisis del status quo.....	4
2.1. SECCIÓN A.....	4
2.1.1. Alternativas para la adquisición de la división.....	5
2.1.2. Riesgo en torno a la posibilidad de heredar la responsabilidad penal (y/o responsabilidad civil asociada) de Calzado Castilla. Vías para mitigar el riesgo. ...	8
2.1.3. Posibilidad de excluir, como trabajadores, a los miembros de la familia Castilla de la operación. Riesgo de reclamación por parte de los familiares Castilla. Vías para mitigar el riesgo.....	9
2.1.4. Principal implicación de llevar a cabo una modificación estructural frente a la adquisición directa de activos y/o acciones/participaciones. Consecuencias de optar por una vía u otra.....	11
2.1.5. Protección de los acreedores en caso de llevarse a cabo una modificación estructural.....	12
2.1.6. Diferencia entre una escisión parcial y una segregación.....	14
2.1.7. Órgano competente para la aprobación de una modificación estructural. 14	
2.1.8. Plan de acción sumario indicando la estructura actual del Grupo y la estructura resultante después de la reestructuración necesaria para articular la adquisición.....	15
2.1.9. Puntos principales a incluir y negociar en un pacto de socios a suscribir por el Fondo, por una parte, y el Grupo, por otra parte.	17
2.2. SECCIÓN B.....	19
2.2.1. Requisitos y documentación necesaria para poder excluir el derecho de suscripción preferente. Consecuencias de la omisión alguno de los requisitos. .	19
2.2.2. Órgano competente para acordar la exclusión del derecho de suscripción preferente.....	21
2.2.3. Posibilidad de excluir el derecho de suscripción preferente en el caso de que la oferta de Punma estableciera como una de las condiciones de su inversión un descuento sobre el precio de cotización de la acción de Zapaterías Castilla...	21
2.2.4. Consecuencias de que Punma, tras suscribir la ampliación de capital y adquirir el 25% de Zapaterías Castilla, pudiera nombrar a más de la mitad de los miembros de su órgano de administración.....	22
2.2.5. Definición de precio equitativo y de <i>squeeze out</i> (compraventa forzosa) y requisitos para llevar a cabo ambos.....	23
2.3. SECCIÓN C.....	25
2.3.1. Órgano competente para adoptar la decisión de venta. Consecuencias de la falta de acuerdo previo de la junta.	26



2.3.2. Posibilidad de los accionistas disconformes con la operación de ejercitar alguna acción contra dicha decisión. Posibilidad de reclamar responsabilidad a los administradores.	29
2.3.3. Relación entre la junta general, el órgano de administración, el consejero delegado y los apoderados.....	29
2.3.4. Intervención de la junta en asuntos de gestión.....	32
2.3.5. Adopción unilateral de decisiones por un miembro del órgano de administración en representación del consejo.....	33



Al Grupo Castilla

10 de enero de 2022

Avenida de las Encinas 60,
28707, Madrid.

1. Asunto y antecedentes.

Para emitir este informe hemos tenido en cuenta los siguientes antecedentes:

La actividad del grupo Castilla (el “**Grupo**”) comenzó de mano de don Aurelio Castilla (“**Don Aurelio**”) en 1952.

La matriz del Grupo es una sociedad holding, Castilla Holding, S.A. (“**Castilla Holding**”), cuyo capital social está controlado por miembros de las distintas ramas familiares que descienden de Don Aurelio.

La década pasada, Calzado Deportivo Castilla, S.L.U. (“**Calzado Castilla**”), filial íntegramente participada por Zapaterías Castilla, S.A. (“**Zapaterías Castilla**”) y dedicada a la producción y comercialización de zapatillas deportivas, comenzó la venta y fabricación de zapatos de golf, creándose una nueva división a tal efecto que ha tenido gran éxito en los últimos años.

En 2015, Calzado Castilla. obtuvo subvenciones por importe de 6.000.000 euros en el marco de un plan estatal para el fomento de la investigación y desarrollo. Dichas subvenciones fueron concedidas para el desarrollo de unas zapatillas de running con podómetro incorporado. En noviembre de 2015, pese a la contratación en noviembre de 2015 del nieto del fundador, don Alfredo Castilla (“**Don Alfredo**”), como ingeniero responsable del equipo de desarrollo, la administración inició un procedimiento sancionador contra Calzado Castilla alegando que los fondos obtenidos de las subvenciones no fueron destinados al proyecto antes citado, del que hasta la fecha no se conoce resultado alguno.

En enero de 2016, se inició un procedimiento penal por fraude de subvenciones contra Calzado Castilla y algunos de los accionistas significativos de Castilla Holding por los hechos anteriores, dando lugar a la suspensión del procedimiento administrativo sancionador. El procedimiento penal se encuentra, actualmente, en fase de instrucción, sin que dichos accionistas significativos hayan cesado en su condición de investigados.

Desde septiembre de 2018, Zapaterías Castilla cotiza en la bolsa de Madrid. El capital social se encuentra dividido en 25.000.000 acciones con un valor nominal de 0,80€. Todas las acciones se encuentran admitidas a cotización. Tras la salida a bolsa, la estructura de capital de Zapaterías es la siguiente: Castilla Holding es titular de un 40%, CaixaBank, S.A. es titular de un 15% y existe un *free float* del 45%.

En 2020, Castilla Holding adquirió el 40% de Honmas, S.L. (“**Honmas**”), dedicada a la fabricación y venta de material deportivo desde su fábrica de Alicante. El restante 60% pertenece al grupo Diadoras.

2. Análisis del status quo.

2.1. SECCIÓN A.



Esta sección se centra en la posible adquisición de una participación del 30% del capital social de la división dedicada a la fabricación y venta de zapatos de golf de Calzado Castilla por parte de un fondo de inversión (el “Fondo”).

Conviene apuntar que determinados miembros de la familia Castilla tienen un contrato laboral con Calzado Castilla, si bien de todos ellos únicamente Don Alfredo Castilla (“Don Alfredo”) presta servicios en relación con la división de golf.

2.1.1. Alternativas para la adquisición de la división.

Las alternativas de las que dispone el Fondo para adquirir la citada división son las siguientes:

- (i). **Compraventa de participaciones.** Calzado Castilla es una sociedad limitada unipersonal, por lo que su capital social se encuentra dividido en participaciones. La primera opción disponible para la adquisición de la división de Calzado Castilla sería una compraventa de participaciones, la cual se haría a través de un contrato de compraventa comúnmente denominado como *Sale and Purchase Agreement* (SPA). Esta operación recibe el nombre de *share deal*. Sin embargo, esta opción no es recomendable, ya que por medio de esta operación el fondo estaría adquiriendo un 30% del total de Calzado Castilla y no exclusivamente la división de fabricación y venta de zapatos de golf que es lo que verdaderamente interesa al Fondo.
- (ii). **Compraventa de activos.** La segunda opción disponible para el Fondo es una compraventa de activos. Mediante esta operación el Fondo puede adquirir activos individualizados titularidad de la sociedad mediante un contrato de compraventa. Esta operación recibe el nombre de *asset deal*. En las operaciones de compraventa de activos la transmisión resulta más compleja que en aquellos en los que se adquieren simplemente acciones o participaciones, ya que debe procederse a la transmisión de cada uno de los activos cuya adquisición pretende el comprador, además de, posibles pasivos. La principal ventaja de la compraventa de activos frente a la compraventa de acciones/participaciones radica en que el comprador puede seleccionar qué es lo quiere adquirir y qué es lo que no quiere adquirir (conocido como *Cherry Picking*).

La cuestión o complicación de esta opción es que el Fondo adquiriría el 100% de la titularidad de esos activos y debería gestionarlos él de manera directa sin contar con el apoyo o experiencia que puede tener Calzado Castilla en el desarrollo y venta de calzado de golf.

- (iii). **Compraventa de unidad de negocio.** Por medio de esta opción el Fondo estaría adquiriendo todos los derechos, títulos e intereses del vendedor (Calzado Castilla) sobre los activos productivos, así como el pasivo laboral, como partes integradas que forman en su conjunto una unidad patrimonial y productiva. Seguir esta vía implicaría que el Fondo adquiriría el 100% de la división de zapatos de golf y dicha opción no encaja con los deseos del Fondo.
- (iv). **Segregación.** Otra alternativa disponible es llevar a cabo una segregación. Esta operación es una modificación estructural y su régimen viene recogido



en la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (“LME”). El artículo 71 LME define la segregación como el “*traspaso en bloque por sucesión universal de una o varias partes del patrimonio de una sociedad, cada una de las cuales forme una unidad económica, a una o varias sociedades, recibiendo a cambio la sociedad segregada acciones, participaciones o cuotas de las sociedades beneficiarias*”. Siguiendo este método, Calzado Castilla segregaría la división de calzado de golf y la traspasaría en bloque a el Fondo. Esta operación podría seguirse de dos maneras:

- (a). **Primera vía.** En esta alternativa, Calzado Castilla segregaría la división de calzado de golf y la traspasaría directamente al Fondo. El problema que acarrea esta opción es que el Fondo pasaría a ser titular de la totalidad de la división de calzado de golf y no del 30% como busca el Fondo. Adicionalmente, la sociedad segregada, es decir Calzado Castilla, tendría que recibir acciones/participaciones de la sociedad beneficiaria, en este caso el Fondo. Por todo ello no aconsejable seguir este procedimiento.
- (b). **Segunda vía.** En esta opción lo primero que debería llevar a cabo Calzado Castilla es crear una nueva sociedad. En segundo lugar, Calzado Castilla debería segregarse la división de calzado de golf y traspasarla en bloque por sucesión universal a dicha sociedad de nueva creación. Y, en tercer lugar, se procedería a una compraventa de acciones/participaciones por parte del Fondo de la sociedad de nueva creación. De esta manera, el Fondo podría adquirir el 30% del capital social de la sociedad de nueva creación y pasaría a ser titular del 30% de la división de calzado de golf.

Sin embargo, no es recomendable optar por esta vía, ya que el Fondo compartiría el capital social de la sociedad de nueva creación con Calzado Castilla, sociedad que se encuentra sumida en un procedimiento penal por fraude. Esto podría suponer complicaciones en el futuro si Calzado Castilla es condenada por fraude y se encuentra obligada a pagar cantidades que no pueda afrontar, pudiendo darse el caso de la constitución de cargas sobre la sociedad de nueva creación o sobre el patrimonio de la división de calzado de golf.

- (v). **Aportación no dineraria.** La siguiente alternativa posible es que **Calzado Castilla cree una sociedad nueva y lleve a cabo una aportación no dineraria, que consista en aportar la división de calzado de golf, a dicha sociedad.** El artículo 63 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (“LSC”) recoge la posibilidad de que en la constitución de una sociedad o en un aumento de capital un socio pueda hacer aportaciones no dinerarias a una sociedad. Estas aportaciones no dinerarias pueden consistir en bienes muebles o inmuebles, valores, contratos, derechos reales o de crédito, propiedad industrial, establecimientos o locales, etc. A cambio, el aportante -aquel que ofrece las aportaciones no dinerarias- recibe acciones o participaciones sociales de la compañía.



El artículo 133 del Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil (“**RRM**”) señala que cuando la aportación es no dineraria, se deben describir en las escrituras -de constitución de la sociedad o la de aumento del capital social- los bienes o derechos objeto de la aportación, indicando sus datos registrales, si los tuvieran, el título o concepto de la aportación así como el valor de cada uno de ellos, depositando, además, el testimonio notarial del informe que se exige.

Conviene mencionar que la LSC incluye un mayor número de exigencias para aquellas aportaciones no dinerarias que se hagan para la constitución o aumento de capital de una sociedad anónima. En consecuencia, de optar por esta opción es recomendable que la sociedad de nueva creación que se constituya sea una sociedad limitada.

Sin embargo, de la misma manera que en el caso de la segregación no es recomendable optar por esta vía, ya que el Fondo compartiría el capital social de la sociedad de nueva creación con Calzado Castilla, sociedad que se encuentra sumida en un procedimiento penal por fraude.

- (vi). **Escisión parcial.** Finalmente, la última opción que sugiere este despacho es la escisión parcial. La escisión es un modificación estructural que viene recogida en el Título III LME. Concretamente, la modalidad que debería seguirse sería la de la escisión parcial.

Según el artículo 70 LME “*se entiende por escisión parcial el traspaso en bloque por sucesión universal de una o varias partes del patrimonio de una sociedad, cada una de las cuales forme una unidad económica, a una o varias sociedades de nueva creación o ya existentes, recibiendo los socios de la sociedad que se escinde un número de acciones, participaciones o cuotas sociales de las sociedades beneficiarias de la escisión proporcional a su respectiva participación en la sociedad que se escinde y reduciendo ésta el capital social en la cuantía necesaria.*” En consecuencia, lo que Calzado Castilla debería hacer sería (i) crear una nueva sociedad (lo más recomendable es que sea una sociedad limitada, dado que las exigencias para su constitución son menores, a la que denominaremos “**Newco**”); y (ii) traspasar la división de golf a dicha nueva sociedad. Para poder llevar a cabo este traspaso, Calzado Castilla y la sociedad de nueva creación deberán seguir el régimen legal de la escisión recogido en los artículos 73 a 80 LME.

Una vez que se haya creado Newco y se haya traspasado la división de golf como unidad económica a dicha sociedad por medio de una escisión parcial se podrá proceder a la venta del 30% del capital social de Newco al Fondo. De esta manera, si el Fondo adquiere el 30% de Newco estaría adquiriendo el control sobre el 30% de la división de calzado de golf y conseguiría el objetivo planteado inicialmente.

La recomendación de este despacho es la de optar por la opción (vi) y llevar a cabo una escisión parcial por la que se traspase a Newco la división de calzado de golf.



2.1.2. Riesgo en torno a la posibilidad de heredar la responsabilidad penal (y/o responsabilidad civil asociada) de Calzado Castilla. Vías para mitigar el riesgo.

Como se menciona en los antecedentes, en 2015, Calzado Castilla. obtuvo subvenciones por importe de 6.000.000 euros, pero en noviembre de ese mismo año, la administración inició un procedimiento sancionador contra Calzado Castilla alegando que los fondos obtenidos de las subvenciones no fueron destinados al proyecto al que debían ser destinados. Adicionalmente, en enero de 2016, se inició un procedimiento penal por fraude de subvenciones contra Calzado Castilla y algunos de los accionistas significativos de Castilla Holding por los hechos anteriores, dando lugar a la suspensión del procedimiento administrativo sancionador.

El primer punto que se ha de destacar es que el artículo 130.2 de la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal (“CP”) establece que: “**la transformación, fusión, absorción o escisión de una persona jurídica no extingue su responsabilidad penal, que se trasladará a la entidad o entidades en que se transforme, quede fusionada o absorbida y se extenderá a la entidad o entidades que resulten de la escisión**”. Con este precepto y con la inclusión de conceptos como la culpa in vigilando para la persona jurídica, que es en lo que se traduce el párrafo b) del 31.bis.1, se busca sobrevolar la posibilidad de que la ley penal sea burlada por no individualizarse el responsable de la conducta, o atajar disoluciones encubiertas o aparentes, como pueden ser las modificaciones estructurales de las sociedades que pretenden mantener la actividad económica y la identidad sustancial de sus clientes, proveedores y empleados, pero no incurrir en responsabilidad alguna. En estos casos se imputaría la responsabilidad penal a la nueva persona jurídica (artículo 130.2 CP)¹.

En otras palabras, la fusión y la escisión son modificaciones estructurales en las que el legislador predica la sucesión universal, es decir, que las deudas y créditos y los vínculos que ataban el patrimonio de la sociedad escindida o de la sociedad absorbida pasan *uti universi* a la sociedad beneficiaria de la escisión o a la sociedad absorbente o a la de nueva creación en el caso de la fusión. Por tanto, si sobre el patrimonio de la sociedad escindida o la sociedad absorbida pesaba una “pena”, ésta se trasladará automáticamente con la fusión o escisión a la sociedad beneficiaria de la escisión o absorbente en la fusión².

Sin embargo, conviene puntualizar que el Tribunal Supremo³ ha establecido que “*es precisamente en los supuestos de transformación, fusión y absorción de una persona jurídica , en los que “su responsabilidad penal , [...] se trasladará a la entidad o entidades en que se transforme, quede fusionada o absorbida”, de modo que en el caso de escisión de una persona jurídica lo que se prevé es que su responsabilidad tan solo “se extenderá a la entidad o entidades que resulten de la escisión ”: Así, se distinguen los casos de transformación o pérdida de la personalidad jurídica por la autora, en la que la responsabilidad penal se traslada a la entidad resultante de la transformación, fusión o absorción, desapareciendo la de aquella, de los casos en que la autora no pierde la personalidad jurídica ni cesa en su responsabilidad , sino tan solo ésta cabe extenderla a la persona o personas jurídicas resultantes de un proceso de escisión , como es el caso de la modalidad de escisión de segregación del artículo 68.1.3º LME*”. En consecuencia, en el supuesto que nos ocupa la potencial

¹ García Quintas, Mercedes, “Una «culpa in vigilando» penal para las personas jurídicas”.

² Alfaro Águila-Real, Jesús y Quintero, Gonzalo, “Disolución de sociedades y extinción de la responsabilidad penal de las personas jurídicas”.

³ Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Contencioso-Administrativo) núm. 333/2019 de 13 de marzo.



responsabilidad penal de Calzado Castilla no se trasladaría a Newco, pero sí podría extenderse.

Adicionalmente, es importante recalcar la segunda parte del primer párrafo del artículo 130.2 CP, que establece que “*el Juez o Tribunal podrá moderar el traslado de la pena a la persona jurídica en función de la proporción que la persona jurídica originariamente responsable del delito guarde con ella.*” Esta puntualización es relevante porque, en nuestro caso, **el Juez podría moderar la pena dadas las circunstancias**. Dichas circunstancias se centran en que: (i) ha tenido lugar una escisión de una división entera que podría no haber estado involucrada, en absoluto, en la gestión de los fondos de las subvenciones; (ii) se ha producido una escisión parcial de la división mencionada y Calzado Castilla no se encuentra entre los accionistas de Newco (ya que los accionistas de Newco con en un 70% Zapaterías Castilla y en un 30% el Fondo).

Conviene mencionar que, aunque el procedimiento administrativo contra Calzado Castilla está suspendido por el inicio de un procedimiento sancionador, **la transmisión de la responsabilidad administrativa también está contemplada por nuestro ordenamiento**. Por ello, se ha afirmado que “*Admitida, por tanto, la responsabilidad de las personas jurídicas en el ámbito administrativo sancionador, en términos distintos de los que derivan de las exigencias de la culpabilidad penal según el principio de societas delinquere non potestad nada impide la transmisión de dicha responsabilidad a quienes perciben su patrimonio en proporción al mismo y con independencia de su participación en el ilícito. Y también, como ha señalado esta Sala, es acorde con los principios de derecho punitivo, el que el infractor de una norma no pueda por su sola voluntad eludir que se haga efectiva la responsabilidad, como sucedería, por ejemplo, si las personas jurídicas en el ámbito de ejercicio de sus facultades pudieran a través de un proceso de fusión, absorción o sustitución o sucesión voluntaria dejar sin efecto unas determinadas sanciones*”⁴.

Por todo ello, aunque existe riesgo de que pueda trasladarse la responsabilidad penal y/o civil de Calzado Castilla a Newco, existe también la posibilidad de que el Juez apreciase que es pertinente aplicar una moderación de la responsabilidad por la poca vinculación entre Calzado Castilla y Newco.

2.1.3. Posibilidad de excluir, como trabajadores, a los miembros de la familia Castilla de la operación. Riesgo de reclamación por parte de los familiares Castilla. Vías para mitigar el riesgo.

En caso de realizarse una escisión parcial, como se ha mencionado anteriormente, se estaría optando por una modificación estructural que conlleva la transmisión en bloque, por **sucesión universal**, de una unidad económica. Adicionalmente, de acuerdo con el artículo 44 del Real Decreto Legislativo 2/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores (“**ET**”) cuando se produce un cambio de titularidad de una empresa, de un centro de trabajo o de una unidad productiva autónoma se produce una **sucesión de empresa**. Este precepto, que regula la sucesión de empresa, establece que cuando tiene lugar el cambio de titularidad mencionado anteriormente, dicho cambio “*no extinguirá por sí mismo la relación laboral, quedando el nuevo empresario subrogado en los derechos y obligaciones laborales y de Seguridad Social del anterior, incluyendo los compromisos de pensiones, en los términos previstos en su normativa específica, y,*

⁴ Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Contencioso-Administrativo) núm. 815/2019 de 13 de marzo de 2019.



en general, cuantas obligaciones en materia de protección social complementaria hubiere adquirido el cedente”.

Con carácter adicional a lo dispuesto anteriormente, la doctrina identifica dos elementos para discernir si existe o no sucesión de empresa.

- (i). **Elemento objetivo.** Este elemento consiste en un cambio de titularidad de la empresa en su integridad o totalidad o de un centro de trabajo o unidad de explotación, claramente diferenciado que constituya una unidad socioeconómica de producción susceptible de tráfico jurídico.
- (ii). **Elemento subjetivo.** Este elemento supone la entrega efectiva del conjunto de elementos productivos que permite la continuidad de la actividad empresarial (elementos materiales, subjetivos, de actividad y clientela).

Ambos elementos concurren en el supuesto que nos ocupa y por ello debemos considerar que si se lleva a cabo una escisión parcial de la división de calzado de golf de Calzado Castilla a Newco tendría lugar una sucesión de empresa. La aplicación de la sucesión de empresa a nuestro supuesto conlleva que Newco se subrogaría en la posición de Calzado Castilla con respecto a las obligaciones laborales que surjan a raíz de la transmisión de la división de calzado de golf. Esta **subrogación implica que en el desarrollo de la operación no sería posible excluir a los familiares Castilla de la operación.** Adicionalmente, el apartado tercero del artículo 44 ET recoge que, *“sin perjuicio de lo establecido en la legislación de Seguridad Social, el cedente y el cesionario, en las transmisiones que tengan lugar por actos inter vivos, responderán solidariamente durante tres años de las obligaciones laborales nacidas con anterioridad a la transmisión y que no hubieran sido satisfechas”.* En consecuencia, si Newco no cumple con las obligaciones laborales que tiene frente a los trabajadores de Calzado Castilla y, en consecuencia, frente a los familiares Castilla empleados en dicha sociedad, estos podrán reclamar tanto a Calzado Castilla como a Newco.

Una vía que abre el artículo 44 es la del apartado noveno. Dicho apartado dispone que *“el cedente o el cesionario que previere adoptar, con motivo de la transmisión, medidas laborales en relación con sus trabajadores vendrá obligado a iniciar un **periodo de consultas** con los representantes legales de los trabajadores sobre las medidas previstas y sus consecuencias para los trabajadores”.* Esto permite que Calzado Castilla y Newco puedan buscar el acuerdo para excluir a los familiares Castilla de la operación o para resolver el contrato de trabajo (mediante despido) de dichos familiares con posterioridad a la operación.

Un aspecto que es relevante mencionar es que Don Alfredo, quien fue contratado como ingeniero para liderar el desarrollo de las zapatillas de running, no ha hecho avance alguno en dicho desarrollo. En este sentido, cabe destacar que podría considerar que Don Alfredo es un **falso trabajador** y que, por tanto, el contrato de trabajo que tiene con Calzado Castilla es un contrato simulado. Cuando se habla de contrato simulado se habla de la existencia de un acuerdo, deliberado y consciente, en clara connivencia, de los sujetos del contrato con la intención de crear una apariencia de realidad que oculte el verdadero negocio⁵.

La doctrina tradicional distingue entre simulación absoluta y relativa y las define como se describe a continuación.

⁵ Sentencia del Tribunal de Justicia de Madrid núm. 353/2007 de 14 de mayo.



- (i). **Simulación absoluta.** Esta variante supone la creación de la apariencia de un contrato de esta naturaleza que los sujetos no tienen intención de celebrar. Es decir, se simula la constitución de una relación laboral como mera apariencia externa que no contiene ningún otro negocio distinto; cuando la finalidad que se persigue es, por ejemplo, la de lograr que el pretendido trabajador consiga determinadas ventajas de la condición de asalariado.
- (ii). **Simulación relativa.** Por su parte, la simulación relativa puede identificarse en supuestos en los que el contrato de trabajo es el contrato simulado, ocultando otro negocio distinto que se quiere ocultar o en supuestos en los que el contrato de trabajo es el disimulado, mientras que el negocio que se simula oculta el propósito real.

Es posible que si Don Alfredo, miembro de la familia Castilla, no ejerce un verdadero trabajo pudiera ser posible que un juez apreciase la existencia de una simulación absoluta y, en consecuencia, aplicase el artículo 1.275 del Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil (“CC”). Este precepto dispone que los contratos sin causa, o con causa ilícita, no producen efecto alguno. Por todo ello, podría darse el caso de que, una vez se investiguen las condiciones de trabajo de Don Alfredo, se dicte que no existe contrato de trabajo entre Don Alfredo y Calzado Castilla y que, por tanto, dicho individuo se excluya de la operación.

2.1.4. Principal implicación de llevar a cabo una modificación estructural frente a la adquisición directa de activos y/o acciones/participaciones. Consecuencias de optar por una vía u otra.

Como se ha mencionado en el apartado 2.1.1. de este informe, optar por una modificación estructural, concretamente por una escisión parcial, en este caso permite que el Fondo pueda ser titular del 30% de la división de calzado de golf que integra Newco. De haber decidido llevar a cabo una adquisición de activos o una adquisición de acciones/participaciones el Fondo no podría haber alcanzado el resultado de ser titular, exclusivamente, del 30% de la división de calzado de golf.

Además de lo anterior, la principal implicación o elemento característico de las modificaciones estructurales es la **sucesión universal**, que, a grandes rasgos, representa una modalidad especial de transmisión de elementos patrimoniales de una sociedad a otra. Su particularidad viene dada por el carácter cuasi automático de su desarrollo, dado que, en estos procesos no se han de seguir las normas individualizadas para la cesión de cada elemento, sino que se establece un procedimiento de tutela que permite lograr un mayor equilibrio entre los distintos intereses. Es decir, la técnica de la sucesión universal evita recabar los consentimientos de los acreedores, las autorizaciones de terceros y la terminación de los contratos con éstos⁶.

Por el contrario, cuando tratamos una adquisición de activos, denominada también *asset deal*, debemos saber que la principal complejidad de esta modalidad es que se ha de producir una transmisión individual por cada activo/pasivo que se adquiere, lo que puede implicar la necesidad de consentimientos y aprobaciones de terceros, como puede ser el caso de la autorización de la junta general en los casos de compra de activos esenciales de

⁶ Alfaro Águila-Real, Jesús, “Las modificaciones estructurales y la sucesión universal como transmisión de patrimonios”.



la sociedad o incluso instituciones públicas. Por su parte, una compra de acciones/participaciones, también denominada *share deal*, en principio, es más simple que una adquisición de activos ya que sólo se adquiere un activo, las acciones o participaciones de la sociedad. Sin embargo, en la práctica puede conllevar innumerables complicaciones si nos encontramos ante una sociedad (*target*) con un alto número de socios, ya que puede desembocar en el desarrollo de conflictos de interés⁷.

Otra diferencia importante entre estos dos tipos de operaciones es el aspecto fiscal. En el Capítulo VII de la Ley 27/2014 de Impuesto sobre Sociedades (“LIS”) se recoge un régimen especial de las fusiones, escisiones, aportaciones de activos, canje de valores y cambio de domicilio social para sociedades europeas. Este régimen fiscal especial permite un diferimiento de la tributación, que implica no tributar por las rentas generadas por estas operaciones y no integrarlas en la base imponible de la entidad transmitente, difiriendo la tributación a un momento posterior.

Por otro lado, como se ha mencionado previamente, cuando tiene lugar una modificación estructural se produce una sucesión universal, lo que significa que la entidad adquirente se subroga en todos los derechos y obligaciones (tributarios) de la entidad transmitente. Por el contrario, cuando la sucesión no es a título universal, se transmiten a la entidad adquirente los derechos y obligaciones tributarias que se refieran a los bienes y derechos transmitidos. Esto obliga, entre otras cosas, a la entidad adquirente a asumir la obligación de cumplir con los requisitos que exija la normativa para aplicar determinados beneficios fiscales y/o a realizar los ajustes pertinentes.

Conviene mencionar que para que este régimen especial sea aplicable es imprescindible que la operación cuente con un motivo económico válido distinto al meramente fiscal. Concretamente, el artículo 89.2 LIS dispone que “*no se aplicará el régimen establecido en el presente capítulo cuando la operación realizada tenga como principal objetivo el fraude o la evasión fiscal. En particular, el régimen no se aplicará cuando la operación no se efectúe por motivos económicos válidos, tales como la reestructuración o la racionalización de las actividades de las entidades que participan en la operación, sino con la mera finalidad de conseguir una ventaja fiscal*”. Ello implica que la fiscalidad no debe ser un freno ni un estímulo en la toma de decisiones de las empresas sobre operaciones de este tipo, cuando la causa que impulsa su realización se sustenta en motivos económicos válidos.

2.1.5. Protección de los acreedores en caso de llevarse a cabo una modificación estructural.

Cuando tiene lugar una modificación estructural, la LME reconoce los siguientes derechos a los acreedores:

- (i). **Derecho de información.** El primer derecho que la LME concede a los acreedores es el derecho de información. En este sentido, la LME recoge la obligación de los administradores de las sociedades que opten por llevar a cabo una modificación estructural de recoger en un documento denominado proyecto en el que se deberá contener la información principal de dicha modificación estructural. Este proyecto, una vez redactado, suscrito y aprobado por la junta de socios, deberá ser publicado (por escrito,

⁷ Álvarez Arjona, J. M., “*Elementos comunes y la Estrategia del Cierre*”, en “*Adquisiciones de Empresas*”.



en la página web, en el Boletín Oficial del Estado, incluso pudiendo, voluntariamente, depositar un ejemplar en el Registro Mercantil correspondiente). Adicionalmente, los acreedores tienen derecho a conocer el informe de los administradores sobre el proyecto, así como el resto de información relevante relacionada con el tipo de operación que se quiere llevar a cabo y los derechos que asisten a los acreedores frente a ésta.

El objetivo de proporcionar esta información es ofrecer a los acreedores información suficiente para que puedan valorar en qué medida se encuentran garantizados sus créditos y, en última instancia, ejercer su derecho de oposición si lo estiman oportuno. Finalmente, el motivo que justificar la publicidad de esta información es que la LME establece la prohibición de que la modificación estructural se lleve a cabo hasta que no pase un mes desde la fecha de la publicación o notificación del acuerdo correspondiente.

- (ii). **Derecho de oposición.** El siguiente y principal derecho que la LME concede a los acreedores ante una modificación estructural es el derecho de oposición. Este derecho se traduce en que, durante el plazo de un mes, los acreedores cuyos créditos hubieran nacido antes de la fecha de inserción del proyecto correspondiente en la página web de la sociedad o de depósito de ese proyecto en el Registro Mercantil y no estuviera vencido en ese momento, podrán oponerse a la fusión hasta que se les garanticen tales créditos. Conviene puntualizar que, si el proyecto no se hubiera insertado en la página web de la sociedad ni depositado en el Registro Mercantil competente, la fecha de nacimiento del crédito deberá haber sido anterior a la fecha de publicación del acuerdo de fusión o de la comunicación individual de ese acuerdo a los acreedores. Es preciso mencionar que la LME establece que los acreedores cuyos créditos se encuentren ya suficientemente garantizados no tendrán derecho de oposición.

Si ningún acreedor decide ejercer su derecho de oposición la modificación estructural correspondiente podrá llevarse a cabo sin más trámites. Por el contrario, si algún acreedor ejerce su derecho de oposición, el artículo 44 LME (referente a la fusión, pero aplicable en términos generales al resto de modificaciones estructurales) recoge que, *“en los casos en los que los acreedores tengan derecho a oponerse a la fusión, ésta no podrá llevarse a efecto hasta que la sociedad presente garantía a satisfacción del acreedor o, en otro caso, hasta que notifique a dicho acreedor la prestación de fianza solidaria en favor de la sociedad por una entidad de crédito debidamente habilitada para prestarla, por la cuantía del crédito de que fuera titular el acreedor, y hasta tanto no prescriba la acción para exigir su cumplimiento”*.

El mismo artículo 44 ET recoge que si algún acreedor decide ejercer su derecho de oposición, la modificación estructural correspondiente *“no podrá llevarse a efecto hasta que la sociedad presente garantía a satisfacción del acreedor o, en otro caso, hasta que notifique a dicho acreedor la prestación de fianza solidaria en favor de la sociedad por una entidad de crédito debidamente habilitada para prestarla, por la cuantía del crédito de que fuera titular el acreedor, y hasta tanto no prescriba la acción para exigir su cumplimiento”*.



No obstante, si a pesar a pesar de haberse ejercitado en tiempo y forma el derecho de oposición por un acreedor legítimo se llevase cabo la modificación estructural en cuestión el acreedor que se hubiese opuesto podrá solicitar del Registro Mercantil en que se haya inscrito la modificación estructural que, por nota al margen de la inscripción practicada, se haga constar el ejercicio del derecho de oposición.

Dicha nota deberá ser inscrita por el registrador siempre y cuando el solicitante acreditase haber ejercitado, en tiempo y forma, el derecho de oposición mediante comunicación fehaciente a la sociedad de la que fuera acreedor. Esta nota se cancelará de oficio a los seis meses de su fecha, salvo que con anterioridad se haya hecho constar, por anotación preventiva, la interposición de demanda ante el Juzgado de lo Mercantil contra la sociedad absorbente o contra la nueva sociedad en la que se solicite la prestación de garantía del pago del crédito conforme a lo establecido en la LME.

Finalmente, como establece el artículo 44 LME la finalidad de otorgar tanto el derecho de información, como el derecho de oposición a los acreedores es la proteger los derechos de créditos de los acreedores que no gozan de garantías de pago suficientes en el momento de acuerdo de la modificación estructural.

2.1.6. Diferencia entre una escisión parcial y una segregación.

Tanto la escisión parcial como la segregación son modalidades o variantes de modificaciones estructurales recogidas por la LME y, por ello, en ambas se produce la transmisión en bloque por sucesión universal de una unidad económica. Sin embargo, la principal diferencia entre una y otra radica en quien recibe las acciones o participaciones de la sociedad beneficiaria de la segregación o escisión.

Lo anterior se refleja en que el artículo 70 LME recoge que en la escisión parcial se transmite *“una unidad económica, a una o varias sociedades de nueva creación o ya existentes, **recibiendo los socios de la sociedad que se escinde un número de acciones, participaciones o cuotas sociales de las sociedades beneficiarias de la escisión proporcional a su respectiva participación en la sociedad que se escinde y reduciendo ésta el capital social en la cuantía necesaria**”*. Por su parte, el artículo 71 LME establece que en una segregación se produce el traspaso de *“una o varias partes del patrimonio de una sociedad, cada una de las cuales forme una unidad económica, a una o varias sociedades, **recibiendo a cambio la sociedad segregada acciones, participaciones o cuotas de las sociedades beneficiarias**”*.

Como conclusión, la diferencia entre la escisión parcial y la segregación es que en la escisión son los socios de la sociedad que se escinde quienes reciben las acciones o participaciones y en la segregación es la propia sociedad segregada quien recibe dichas acciones o participaciones.

2.1.7. Órgano competente para la aprobación de una modificación estructural.

El órgano competente para la aprobación de una transformación, fusión, escisión o cesión global de activo y pasivo y traslado de domicilio al extranjero es **la junta general** (artículo 160. g) LSC).



Sin embargo, es preciso puntualizar que existen una serie de supuestos especiales en los que la aprobación de la junta no es indispensable. Estos supuestos vienen recogidos en la Sección 8ª del Capítulo I de la LME y son los siguientes:

- (i). **Absorción de sociedad íntegramente participada.** El artículo 49 LME establece que en una fusión en la que la sociedad absorbente sea titular de forma directa o indirecta de todas las acciones o participaciones sociales en que se divida el capital de la sociedad o sociedades absorbidas, no será necesaria *“la aprobación de la fusión por las juntas generales de la sociedad o sociedades absorbidas”*.
- (ii). **Absorción de sociedad participada al 90%.** El artículo 51 LME recoge que en una fusión en la que la sociedad absorbente sea titular directa del 90% o más del capital social de la sociedad o de las sociedades que vayan a ser objeto de absorción, no será necesaria la aprobación de la fusión por la junta de socios de la sociedad absorbente. No obstante, este mismo precepto establece que no será necesaria dicha autorización *“siempre que con un mes de antelación como mínimo a la fecha prevista para la celebración de la junta o juntas de las sociedades absorbidas que deban pronunciarse sobre el proyecto de fusión, o, en caso de sociedad íntegramente participada, a la fecha prevista para la formalización de la absorción, se hubiera publicado el proyecto por cada una de las sociedades participantes en la operación con un anuncio, publicado en la página web de la sociedad o, caso de no existir, en el “Boletín Oficial del Registro Mercantil” o en uno de los diarios de gran circulación en la provincia en las que cada una de las sociedades tenga su domicilio”*.

En dicho anuncio deberá constar el derecho que corresponde a los socios de la sociedad absorbente y a los acreedores de las sociedades que participan en la fusión a examinar en el domicilio social los siguientes documentos: (i) el proyecto común de fusión; (ii) en su caso, los informes de los administradores de cada una de las sociedades sobre el proyecto de fusión; (iii) en su caso, los informes de los expertos independientes; (iv) las cuentas anuales y los informes de gestión de los tres últimos ejercicios, así como los correspondientes informes de los auditores de cuentas de las sociedades en las que fueran legalmente exigibles; y (v) el balance de fusión de cada una de las sociedades, cuando sea distinto del último balance anual aprobado, acompañado, si fuera exigible, del informe de auditoría o, en el caso de fusión de sociedades cotizadas, el informe financiero semestral por el que el balance se hubiera sustituido.

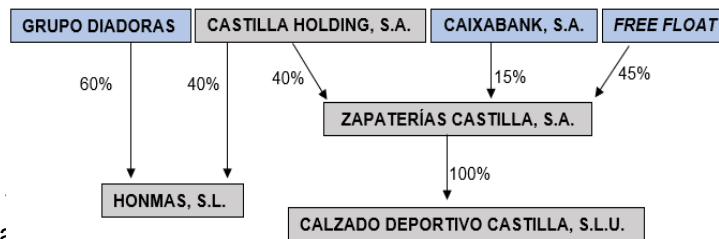
Adicionalmente, el artículo 51 LME establece que el anuncio previamente citado deberá incluir el derecho de los socios de la sociedad absorbente y a los acreedores de las sociedades que participan en la fusión a obtener, cuando el anuncio no se haya publicado en la página web, en los términos previstos en el artículo 32 LME, la entrega o el envío gratuitos del texto íntegro de los mismos.

2.1.8. Plan de acción sumario indicando la estructura actual del Grupo y la estructura resultante después de la reestructuración necesaria para articular la adquisición.



Antes de entrar a describir el plan de acción sumario propuesto por este despacho conviene describir la estructura actual del Grupo. El esquema que se adjunta a continuación es la representación del Grupo antes de la realización de ninguna operación.

En azul se encuentran las sociedades que no forman parte del Grupo, pero que ostentan una participación en alguna de las sociedades del Grupo y en gris aquellas sociedades que sí forman parte del Grupo.



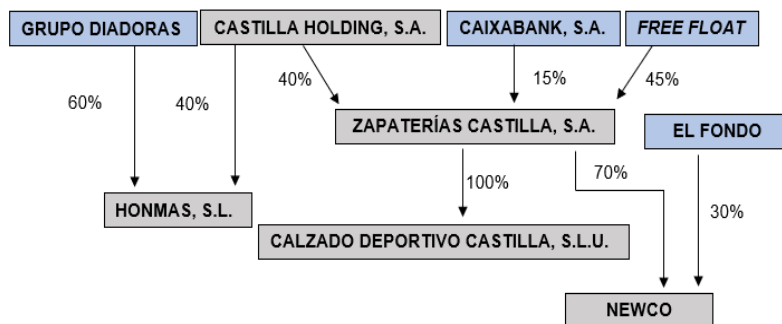
Una operación de cualquier tipo propuesta por este despacho para conseguir llevar a cabo la operación descrita en esta Sección A. Dicho plan sumario se compone de las fases que se desglosan a continuación:

- (i). La primera y principal fase es la fase de **negociación**. Durante esta fase el Fondo y Calzado Castilla deberán negociar las condiciones en las que se deberá llevar a cabo la operación. Para ello es aconsejable que firmen los siguientes documentos: acuerdo de confidencialidad o *Non Disclosure Agreement* (NDA), un acuerdo de intenciones, que puede tomar la forma de una *Letter of Intent* (LOI) o de un *Memorandum of Understanding* (MOU). Ambos documentos abarcan una serie de aspectos diferentes y su extensión varía según el nivel de especificidad y el tipo de operación. Adicionalmente, estos documentos establecen los aspectos básicos de un acuerdo, incluidos el coste, el plazo y las posibles contingencias futuras. Finalmente, estos documentos suelen suscribirse con carácter previo a la firma de un contrato final.
- (ii). Una vez que las partes hayan acordado los términos en los que debe acometerse la operación, la siguiente fase engloba la **creación de Newco** por parte de Zapaterías Castilla. Como se ha mencionado previamente, es aconsejable que Newco tome la forma de una sociedad de responsabilidad limitada ya que las exigencias, principalmente de capital, son menores.
- (iii). La siguiente fase es proceder a la **escisión parcial de Calzado Castilla**. De acuerdo con los términos anteriormente expuestos, se deberá escindir la división de calzado de golf y de esta manera Newco será la titular de todos los elementos que compongan dicha división.
- (iv). Estando creada Newco y habiéndose llevado a cabo la escisión parcial de la división de golf puede darse comienzo a la fase de adquisición. De manera previa a dicha compraventa, es conveniente la realización de un estudio legal o **Due Diligence**. Las *Due Diligence* pueden realizarse tanto por la parte vendedora como por la parte compradora y consisten en analizar el estado de la sociedad, y más concretamente en este caso, en un análisis del estado de la división de golf. En dicho análisis se estudian diversos campos como el laboral, fiscal, mercantil, procesal, todo ello con el fin de aportar la mayor información posible a quien encarge la *Due Diligence*.



Realizada la *Due Diligence*, deberá procederse a la **firma del contrato de compraventa o *Sale and Purchase Agreement (SPA)***. En este contrato se deben reflejar todos los aspectos principales de la compraventa, desde el precio, hasta las consecuencias de posibles incumplimientos de las manifestaciones y garantías hechas por las partes. Con la firma del SPA se concluiría la operación y el Fondo pasaría a ser el titular del 30% del capital social de Newco y, con ello, titular del 30% de la división de calzado de golf.

Expuesto el plan sumario y las fases a seguir para la adquisición por parte del Fondo del 30% de la división de calzado de golf, es preciso esquematizar cuál sería la estructura del Grupo tras dicha operación.



2.1.9. Puntos principales a incluir y negociar en un pacto de socios a suscribir por el Fondo, por una parte, y el Grupo, por otra parte.

Los principales puntos que se deben incluir y negociar en cualquier pacto de socios son los siguientes:

- (i). **Prevalencia del pacto social sobre los estatutos sociales.** Es importante que las partes reflejen en el pacto que se comprometen a celebrar una Junta General Extraordinaria de Newco en la fecha de entrada en vigor del pacto de socios para que se modifiquen los estatutos de Newco e incorporen razonablemente, y en la medida de lo posible, el contenido del pacto de socios, teniendo en cuenta los requisitos y limitaciones del Registro Mercantil. Adicionalmente, es aconsejable incluir que en el supuesto de que algunos de los pactos recogidos en el pacto de socios en cuestión no tuviera fiel reflejo en los estatutos de Newco, o se produjera una discrepancia entre éstos y aquellos, prevalecerá entre las partes el pacto de socios.
- (ii). **Junta general.** Es importante recoger las competencias de la junta general, así como el método para la aprobación de acuerdos. En este sentido, como socio minoritario es preciso defender que existan materias reservadas que deban ser aprobadas por una mayoría cualificada, como puede ser el 75%. Algunos ejemplos de materias reservadas pueden ser: modificación de los estatutos, modificaciones a los quórum necesarios para la aprobación de acuerdos, reparto de dividendos, reestructuraciones, fusiones o escisiones, o disolución y/o liquidación de la sociedad.

También es importante reflejar un método de resolución de empates o bloqueos en sede de la junta. Un ejemplo podría ser incluir la obligación de



los socios de buscar el consenso en todo momento en lo relativo a la adopción de acuerdos de la junta. En caso de no ser posible dicho consenso respecto de las materias reservadas, se formará un comité de resolución de diferencias formado por un representante de cada socio y un tercero designado por mutuo acuerdo por cada uno de los socios firmantes del pacto. Dicho experto actuará como mediador y buscará el consenso, siendo su voto un voto decisivo.

- (iii). **Consejo de Administración.** En cuanto al consejo de administración es importante reflejar en el pacto de socios la composición de dicho órgano, las reuniones y quórum necesarios para su constitución y el método para la aprobación de acuerdos. De la misma manera que en el apartado referente a la junta general, es recomendable incluir una mayoría para la aprobación de acuerdos “comunes” y una mayoría cualificada para la aprobación de materias reservadas. Algunas de las materias que podrían considerarse como reservadas serían la adquisición y venta de activos fijos con un valor superior a un valor concreto, el otorgamiento de garantías, así como de préstamos o anticipados de fondos a terceros, a favor de terceros fuera del transcurso ordinario del negocio, o la asunción de deuda por un valor superior a un importe acordado.

De la misma manera que en lo referente a la junta, sería recomendable contemplar un método para resolver posibles bloqueos o empates.

- (iv). **Gestión de la sociedad.** En este apartado conviene puntualizar quién se encargará de la gestión diaria de la sociedad.
- (v). **Régimen de transmisión de las acciones o participaciones.** En este apartado puede recogerse un régimen general de transmisión de acciones y participaciones y, asimismo, añadir determinados derechos. Es frecuente la inclusión de un derecho de acompañamiento (“*Tag Along Right*”), derecho de arrastre (“*Drag Along Right*”) o derecho de adquisición preferente. Un modelo de cláusula a seguir puede ser el siguiente: “*en el caso de que alguno de los socios (el "Socio Transmitedente") reciba una oferta irrevocable, firme y vinculante de un tercero para la adquisición de todas o parte de sus acciones/participaciones en la sociedad, y el Socio Transmitedente comunique al otro socio su intención de aceptar la oferta, el otro socio podrá optar entre ejercitar:*
- (a). *un derecho de acompañamiento en virtud del cual participe en la venta al tercero oferente, en las mismas condiciones que el socio oferente;*
o
- (b). *un derecho de adquisición preferente, en virtud del cual podrá adquirir las participaciones que el Socio Transmitedente tenga intención de transmitir.”*

También puede recogerse un derecho de primer oferta o *right of first offer* bajo el cual en el caso de alguno de los socios desearse vender todas o algunas de sus acciones/participaciones, con carácter previo al comienzo de negociaciones con un tercero ajeno, el socio vendedor debería ofrecer al otro socio sus acciones/participaciones.



- (vi). **Derecho de opción de venta y compra.** Es frecuente la inclusión de derechos de opción de venta (“*put option*”) y derechos de opción de compra (“*call option*”). Bajo el primer concepto, bajo las condiciones que se pacten, si un socio decide vender sus acciones/participaciones el otro socio está obligado a comprarlas. Y, en el caso del derecho de opción de compra, bajo las condiciones que se pacten, si un socio quiere comprar las acciones/participaciones del otro socio, este último está obligado a venderlas.
- (vii). **Pacto de no competencia.** Es recomendable recoger una cláusula por la que los firmantes del pacto se obligue a no actuar, (tampoco ninguna persona vinculada), de manera alguna, de forma directa o indirecta, por cuenta propia o ajena, ni como mandante ni mandatario, accionista, socio, agente, administrador, consejero, empleado o consultor, en el sector en el que actúa la sociedad.
- (viii). **Derecho de separación.** Es aconsejable incluir una cláusula que regule el derecho de separación de los socios. Además de las causas previstas legalmente por el artículo 346 LSC, el artículo 347 LSC permite que se regulen causas de separación adicionales, siempre y cuando se determine el modo en que deberá acreditarse la existencia de la causa, la forma de ejercitar el derecho de separación y el plazo de su ejercicio.
- (ix). **Resolución del pacto de socios.** Conviene recoger por qué motivos puede resolverse el pacto de socios. Algunos ejemplos de posibles motivos son: la resolución por mutuo acuerdo de los socios, la salida del capital social de cualquiera de los socios, la disolución de la sociedad, las causas establecidas en los estatutos, el incumplimiento de cualquiera de los socios de lo estipulado en el pacto de socios, siendo de especial importancia el incumplimiento de cualesquiera prestaciones accesorias que hayan sido asumidas por los socios.
- (x). **Causas de disolución.** Por último, es recomendable regular las causas de disolución de la sociedad, además de las recogidas por los artículos 360 a 363 LSC. Un ejemplo podría ser la acumulación de pérdidas por encima de una determinada cantidad por un periodo de tiempo concreto.

2.2. SECCIÓN B

Esta sección se centra en la oferta recibida por el Grupo por parte de Punma Corp. (“**Punma**”) en virtud de la cual Punma, una sociedad estadounidense que cotiza en la bolsa de Nueva York, muestra su interés en adquirir al menos un 25% de Zapaterías Castilla través de un aumento de capital. La oferta de Punma llega en un momento en que el Grupo requiere importantes inversiones para renovar las fábricas e invertir en nuevas tecnologías. Castilla Holding está interesada en la oferta y se plantea la posibilidad de excluir el derecho de suscripción preferente de los accionistas.

2.2.1. Requisitos y documentación necesaria para poder excluir el derecho de suscripción preferente. Consecuencias de la omisión alguno de los requisitos.



En el artículo 308 LSC se recoge la regulación básica de la exclusión del derecho de suscripción preferente en aumentos de capital y se establece que *“en los casos en que el interés de la sociedad así lo exija, la junta general, al decidir el aumento del capital, podrá acordar la supresión total o parcial del derecho de suscripción preferente”*. Este mismo precepto establece cuáles son los requisitos necesarios para que la exclusión sea válida. Dichos requisitos son:

- (i). **Informe de los administradores.** El artículo 308. a) LSC establece como requisito *“que los administradores elaboren un informe en el que especifiquen el valor de las participaciones o de las acciones de la sociedad y se justifiquen detalladamente la propuesta y la contraprestación a satisfacer por las nuevas participaciones o por las nuevas acciones, con la indicación de las personas a las que hayan de atribuirse, y, en las sociedades anónimas, que un experto independiente, distinto del auditor de las cuentas de la sociedad, nombrado a estos efectos por el Registro Mercantil, elabore otro informe, bajo su responsabilidad, sobre el valor razonable de las acciones de la sociedad, sobre el valor teórico del derecho de preferencia cuyo ejercicio se propone suprimir o limitar y sobre la razonabilidad de los datos contenidos en el informe de los administradores”*.
- (ii). **Aprobación de la propuesta en sede de la junta.** El apartado b) del precepto mencionado anteriormente exige que *“en la convocatoria de la junta se hayan hecho constar la propuesta de supresión del derecho de preferencia, el tipo de creación de las nuevas participaciones sociales o de emisión de las nuevas acciones y el derecho de los socios a examinar en el domicilio social el informe o los informes a que se refiere el número anterior, así como pedir la entrega o el envío gratuito de estos documentos”*.
- (iii). **Valor de las nuevas acciones o participaciones.** Finalmente, el apartado tercero del artículo 308 LSC recoge la necesidad de que *“el valor nominal de las nuevas participaciones o de las nuevas acciones, más, en su caso, el importe de la prima, se corresponda con el valor real atribuido a las participaciones en el informe de los administradores en el caso de las sociedades de responsabilidad limitada o con el valor que resulte del informe del experto independiente en el caso de las sociedades anónimas”*.

Los requisitos anteriores son los requisitos generales, pero Zapaterías Castilla es una sociedad anónima cotizada por lo que es necesario acudir al Capítulo III del Título XIV de la LSC y complementar los requerimientos anteriores. Concretamente, el artículo 504 LSC recoge que, siempre que el consejo de administración eleve una propuesta para emitir acciones o valores convertibles con exclusión del derecho de suscripción preferente, por un importe superior al 20% del capital, la exclusión del derecho de suscripción preferente en una sociedad cotizada requerirá, con carácter general, del informe de experto independiente mencionado en el punto (i) de este apartado 2.2.1. I. Por su parte, en aquellos casos en los que el importe de la emisión sea inferior al 20% del capital, no será obligatoria la obtención de dicho informe, aunque sí puede emitirse de forma voluntaria.

En lo referente al valor de las acciones, el artículo 504 LSC establece que, salvo en el supuesto del párrafo anterior, el valor nominal de las acciones a emitir, más en su caso el importe de la prima de emisión, deberá corresponder al valor razonable que resulte del informe de los administradores. En este sentido, salvo que los administradores justifiquen otra cosa, para lo que será preciso aportar el



oportuno informe de experto independiente, y, en cualquier caso, para operaciones que no superen el 20% del capital, se presumirá que el valor razonable es el valor de mercado, siempre que no sea inferior en más de un 10% al precio de dicha cotización.

Para concluir, en cuanto a las consecuencias de la falta de incumplimiento de cualquiera de los requisitos descritos anteriormente cabe decir que al tratarse de un acuerdo adoptado por la junta existe la posibilidad de que se impugne dicho acuerdo, En virtud del artículo 206 LSC tienen legitimidad para impugnar los acuerdos sociales cualquiera de los administradores, los terceros que acrediten un interés legítimo y los socios que hubieran adquirido tal condición antes de la adopción del acuerdo, siempre que representen, individual o conjuntamente, al menos el 1% del capital social de la sociedad que adopta el acuerdo.

2.2.2. Órgano competente para acordar la exclusión del derecho de suscripción preferente.

De acuerdo con lo expuesto anteriormente y con el artículo 308 LSC es **la junta general** quien debe acordar la exclusión del derecho de suscripción preferente. Sin embargo, en las sociedades cotizadas existe **la posibilidad de que la junta general delegue en el consejo de administración** la facultad de excluir el derecho de suscripción preferente en caso de emisión de nuevas acciones. El artículo 506 LSC establece que *“cuando la junta general delegue en los administradores la facultad de aumentar el capital social podrá atribuirles también la facultad de excluir el derecho de suscripción preferente en relación con las emisiones de acciones que sean objeto de delegación si el interés de la sociedad así lo exigiera”*. Es importante tener en cuenta que este precepto puntualiza que la delegación podrá tener lugar siempre y cuando el interés social lo requiera. Finalmente, el artículo 506 LSC precisa que la delegación para aumentar el capital con exclusión del derecho de suscripción preferente no podrá, nunca, referirse a más del 20% del capital de la sociedad en el momento de la autorización”.

2.2.3. Posibilidad de excluir el derecho de suscripción preferente en el caso de que la oferta de Punma estableciera como una de las condiciones de su inversión un descuento sobre el precio de cotización de la acción de Zapaterías Castilla.

Como se ha mencionado en el apartado anterior, para operaciones que no superen el 20% del capital social, se presumirá que el valor razonable de las acciones que se vayan a emitir será el valor de mercado, establecido por referencia a la cotización bursátil, siempre que no sea inferior en más de un diez por ciento al precio de dicha cotización. Sin embargo, existe la posibilidad de que en aquellos supuestos en los que para operaciones que superen el capital social los administradores justifiquen un valor diferente.

En el supuesto que nos ocupa, Punma busca adquirir al menos el 25% del capital social de Zapaterías Castilla a través de un aumento de capital. Al superar el umbral del 20% del capital social es posible justificar un valor de las acciones diferente. Para ello habrán de concurrir los siguientes elementos:

- (i). **Un informe de los administradores.** El artículo 308.2.a) LSC recoge la necesidad de emitir un informe por parte de los administradores sociales y, adicionalmente, el artículo 504.3 exige que los administradores justifiquen



el motivo por el que el valor de las acciones ha de ser diferente al valor de mercado.

- (ii). **Un informe del experto independiente.** El artículo 308.2.a) LSC establece que un experto independiente, distinto del auditor de las cuentas de la sociedad, nombrado a estos efectos por el Registro Mercantil, debe elaborar un informe, bajo su responsabilidad, sobre el valor razonable de las acciones de la sociedad, sobre el valor teórico del derecho de preferencia cuyo ejercicio se propone suprimir o limitar y sobre la razonabilidad de los datos contenidos en el informe de los administradores. Este informe deberá completar el informe de los administradores y justificar el valor de las acciones.

Si se emiten ambos documentos y se aprueba el aumento de capital en sede de la junta sería posible que se emitiesen las nuevas acciones con un descuento sobre el precio de cotización de las acciones.

2.2.4. Consecuencias de que Punma, tras suscribir la ampliación de capital y adquirir el 25% de Zapaterías Castilla, pudiera nombrar a más de la mitad de los miembros de su órgano de administración.

El artículo 4 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (“**LOPAS**”) define el concepto de **participación de control** en una sociedad y establece que *“una persona física o jurídica tiene, individualmente o de forma conjunta con las personas que actúen en concierto con ella, una participación de control de una sociedad cuando se dé uno de los siguientes supuestos:*

- (i). *cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 por 100; o bien,*
- (ii). *cuando haya alcanzado, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto inferior y designe, en los 24 meses siguientes a la fecha de la adquisición del porcentaje inferior, en los términos del artículo 6, un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya hubiera designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad”.*

En el caso que nos ocupa, si Punma, tras adquirir el 25% del capital social de Zapaterías Castilla, tiene la facultad de nombrar a más de la mitad de los consejeros del órgano de administración nos encontraríamos ante una participación de control del apartado (ii) anterior. Conviene precisar que para que esto sea cierto, debe comprobarse que los consejeros han sido nombrados de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 6 LOPAS. Este precepto recoge una serie de supuestos en los que se presume, a los efectos de la obligación de formular una oferta pública de adquisición en los casos en que se alcance el control, que el titular de la participación ha designado miembros del órgano de administración de la sociedad afectada. Debido a la falta de información del proceso en virtud del cual se nombraron los consejeros no es posible asegurar con total certidumbre que este supuesto encaja en el artículo 6 LOPAS. Sin embargo, lo lógico y más probable es que sea así.

Si se cumplen los términos del artículo 6 LOPAS y, en consecuencia, bajo la LOPAS Punma tiene una participación de control sobre Zapaterías Castilla, Punma estará



obligada a formular una oferta pública de adquisición (“**OPA**”). El régimen de las OPAs obligatorias cuando se alcanza el control viene recogido en el artículo 4 LOPAS. Este precepto establece que la OPA deberá dirigirse (i) a todos los titulares de las acciones de la sociedad cotizada, incluidos los de acciones sin voto que, en el momento de solicitarse la autorización de la oferta, tengan derecho de voto de acuerdo con lo establecido en la legislación vigente; y (ii) cuando existan, a todos los titulares de derechos de suscripción de acciones, así como a los titulares de obligaciones convertibles y canjeables en ellas.

Asimismo, el artículo 4 LOPAS reconoce la posibilidad de que la OPA pueda o no dirigirse a todos los titulares de «*warrants*» o de otros valores o instrumentos financieros que den opción a la adquisición o suscripción de acciones, con excepción de los mencionados en el punto (ii) de este apartado, por emitir o ya emitidos. Si se dirigiera a ellos, la OPA deberá dirigirse a todas aquellas personas que ostenten la titularidad de los «*warrants*», valores o instrumentos financieros en cuestión.

Finalmente, el apartado cuarto del citado precepto recoge que la OPA deberá presentarse tan pronto como sea posible y como máximo en el plazo de 1 mes desde que se alcance el control.

2.2.5. Definición de precio equitativo y de *squeeze out* (compraventa forzosa) y requisitos para llevar a cabo ambos.

- (i). **Precio Equitativo.** El régimen sobre el precio equitativo surge de la Unión Europea y se recoge, inicialmente, en el artículo 5.4 de la Directiva 2004//25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición, se recoge que “*se considerará precio equitativo el precio más elevado que haya abonado por los mismos valores el oferente o personas que actúen de concierto con el mismo durante un período que determinarán los Estados miembros y que no podrá ser inferior a seis meses ni superior a doce antes de la oferta contemplada en el apartado 1.*”

En España, este régimen legal se complementa con la LOPAS. Esta norma, en su artículo 9, recoge que “*las ofertas públicas de adquisición a que se refiere este Capítulo deberán efectuarse con un precio o contraprestación no inferior al más elevado que el oferente o personas que actúen concertadamente con él hubieran pagado o acordado por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta*”. Las ofertas a las que se refiere este precepto son las OPAs obligatorias cuando se adquiere el control de una sociedad. La Comisión Nacional del Mercado de Valores (“**CNMV**”) define estas OPAs como aquellas que tienen lugar cuando:

- (a). un accionista alcanza el control de la sociedad,
- (b). la sociedad acuerda la exclusión de negociación de sus acciones; y
- (c). la sociedad realiza una reducción de capital mediante la compra de sus propias acciones para su posterior amortización.



Las OPAs obligatorias se deben presentar por el 100% de las acciones de la compañía a un precio equitativo y no pueden estar sujetas a condición alguna, salvo a la obtención si corresponde, de la autorización de las autoridades de defensa de la competencia. Por el contrario, las denominadas como OPAs voluntarias no están sujetas a la obligación legal de formularse a un precio equitativo o al 100% de las acciones, en ellas además el oferente puede establecer condiciones como, por ejemplo, conseguir que acepten la oferta un número mínimo de acciones para hacer efectiva la misma.

El mismo precepto 9 LOPAS establece que a los efectos de la determinación del precio equitativo se deberá incluir el importe íntegro de la contraprestación que en cada caso haya pagado o acordado pagar el oferente o las personas que actúen en concierto con él. Adicionalmente, recoge una serie de reglas concretas para los diferentes casos en los que deriven en la adquisición de control.

Asimismo, de acuerdo con la LOPAS, cuando la oferta obligatoria deba formularse sin haberse producido previamente la adquisición por el oferente ni por las personas que actúen en concierto con él de las acciones de la sociedad afectada en el período de doce meses antes referido, el precio equitativo no podrá ser inferior al calculado conforme a las reglas de valoración contenidas en el artículo referente a las OPAs de exclusión.

Finalmente, el artículo 9.4 LOPAS recoge la posibilidad de que la CNMV, dentro de unos supuestos *numerus clausus* establecidos en este mismo apartado, pueda modificar el precio calculado con arreglo a lo anteriormente expuesto. Por último, conviene mencionar que cuando la oferta no se formule en el plazo máximo a que se refiere el artículo 17 LOPAS comenzarán a devengarse intereses sobre el precio equitativo al tipo de interés legal del dinero hasta la fecha en que se formule finalmente la oferta, sin perjuicio de la aplicación de las sanciones correspondientes

- (ii). **Squeeze Out (Compraventa Forzosa).** El concepto de compraventa forzosa viene recogido en el artículo 47 LOPAS. Dicho precepto establece que “*quien hubiera formulado una oferta pública dirigida a la totalidad de los valores podrá, una vez liquidada la oferta, exigir a los restantes titulares de acciones u otros valores afectados por la oferta su venta forzosa a un precio equitativo. De igual forma, cualquiera de los titulares podrá exigir del oferente que le compre la totalidad de sus valores a dicho precio*”.

Los derechos de compraventa forzosa citados anteriormente quedarán condicionados a que en la fecha de liquidación de la oferta se den las dos circunstancias siguientes:

- (a). que el oferente sea titular de valores que representen al menos el 90% con derecho de voto de la sociedad afectada; y
- (b). que la OPA previa hubiera sido aceptada por titulares de valores que representen al menos el 90% de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido.



El procedimiento para llevar a cabo una compraventa forzosa en estos términos viene recogido en el artículo 48 LOPAS. En dicho precepto se establece que el plazo máximo para exigir la venta o compra forzosas será de tres meses a contar desde la fecha de finalización del plazo de aceptación. Adicionalmente, en el folleto explicativo de la oferta deberá indicarse si el oferente tiene intención de exigir la venta forzosa en caso de que se den las condiciones mencionadas en los puntos (a) y (b) de este apartado 2.2.5.(ii).

Una vez se adopte la decisión y, como máximo, dentro del plazo de tres meses indicado en el párrafo anterior, el oferente comunicará a la CNMV si exigirá o no la venta forzosa. Si lo hiciera, deberá fijar la fecha de la operación entre los 15 y 20 días hábiles siguientes a la comunicación de su decisión a la CNMV, que ésta difundirá públicamente. Adicionalmente, el oferente deberá dar difusión pública y general de las características de la venta forzosa en el plazo máximo de los 5 días hábiles siguientes a la fecha de publicación por la CNMV. Es preciso apuntar que la decisión del oferente será irrevocable.

Tras la publicación de la decisión, los titulares de los valores afectados por la venta forzosa deberán comunicar al oferente, con anterioridad a la fecha de la operación, la naturaleza de la contraprestación que, en su caso, hubieran elegido. Es importante tener en cuenta que en ausencia de comunicación y siempre que exista esta alternativa, se entenderá que optan por la contraprestación en efectivo.

Con respecto a la exclusión de negociación de los valores afectados, el artículo 48.10 LOPAS recoge que *“la realización de la operación de venta forzosa determinará la exclusión de negociación de los valores afectado. Dicha exclusión será efectiva a partir de la liquidación de la operación”*. Por otro lado, este mismo precepto establece que *“si como consecuencia de la realización de las operaciones de compra forzosa el oferente pasara a ser titular de todos los valores, éstos quedarán igualmente excluidos de negociación a partir de la liquidación de la última operación, salvo si la CNMV, a solicitud del oferente, le concede un plazo de un mes para restablecer el cumplimiento de los requisitos de difusión y liquidez del valor en cuestión.”* Una vez transcurra dicho plazo y no se haya producido el restablecimiento, los valores quedaran excluidos de negociación automáticamente.

Por último, es preciso mencionar que la LOPAS reconoce a la CNMV la facultad de regular, mediante Circular, los extremos que juzgue necesarios para la aplicación del procedimiento de compraventa forzosa.

2.3. SECCIÓN C

Esta sección recoge algunos aspectos sobre el interés de Castilla Holding en desinvertir en Honmas. A tal efecto, Castilla Holding inicia un proceso de subasta para poner a la venta su participación.

Una vez finalizado el proceso, se reciben tres ofertas vinculantes. Don Santiago Castilla García (**“Don Santiago”**), actual presidente del consejo de administración de Castilla Holding convoca el consejo de administración para valorar las ofertas



recibidas y decidir si interesa o no la venta. En dicha reunión se aprueba la venta a uno de los oferentes y se comienza el proceso para el otorgamiento de poderes a favor de uno de los consejeros para otorgar la correspondiente escritura de compraventa de participaciones sociales, que se firma ante notario unas semanas después. En la siguiente reunión de la junta general de accionistas de Castilla Holding, Don Santiago informa a los socios sobre los términos y condiciones en los que se ha llevado a cabo dicha venta. Algunos de los accionistas muestran su disconformidad con la operación.

2.3.1. Órgano competente para adoptar la decisión de venta. Consecuencias de la falta de acuerdo previo de la junta.

Lo primero y principal que debemos establecer para saber qué órgano es el competente para adoptar la decisión de venta es si el valor del activo que se enajena es superior al 25% del valor de los activos que figuren en el último balance aprobado. Esto se debe a que el artículo 160.f) LSC recoge como competencia de la junta “*la adquisición, la enajenación o la aportación a otra sociedad de activos esenciales*”. Asimismo, este precepto declara que se presume el carácter esencial del activo cuando el importe de la operación supere el 25% del valor de los activos que figuren en el último balance aprobado. Por ello, lo primordial es conocer si la enajenación de la participación de Castilla Holding en Honmas supone un valor superior al 25% de los activos.

Ahora bien, lo recogido por el artículo 160.f) LSC es simplemente una presunción, es decir, pueden existir otros activos que, sin superar el 25% del valor de los activos en el último balance aprobado de la sociedad, puedan ser considerados como esenciales. Adicionalmente, no necesariamente todas las operaciones que superen el umbral del 25 % señalado en la LSC quedarán sometidas a la necesaria autorización de la junta general.

La doctrina que ha comentado el artículo 160.f) LSC parece estar de acuerdo en que en la determinación de qué ha de considerarse esencial deben valorarse tanto el criterio cuantitativo que recoge el precepto, como criterios cualitativos. Algunos ejemplos de operaciones sobre activos esenciales son: las aportaciones singulares de ramas de actividad, sometidas al régimen de las aportaciones y situadas, por tanto, al margen de las modificaciones estructurales; y/o las operaciones negociales que conducen a la formación de un grupo y comportan la imposición unitaria de la voluntad del órgano de gestión de la sociedad dominante sobre el conjunto del grupo convirtiendo los acuerdos de las juntas de las filiales en meramente formales⁸.

Para concluir sobre la presunción de la esencialidad de los activos cabe mencionar que dado que los administradores, al valorar si están realizando una operación sobre activos esenciales también han de ponderar criterios cualitativos, puede entenderse aplicable la doctrina jurisprudencial de la *business judgment rule*, la cual ha quedado recogida en el artículo 226 LSC. En virtud de lo dispuesto en este precepto se considerará que los administradores cumplen con el estándar de diligencia de un ordenado empresario cuando hayan actuado de buena fe, sin interés personal en el asunto objeto de decisión, con información suficiente y con arreglo a un procedimiento de decisión adecuado. En consecuencia, la aplicación de la *business judgment*

⁸ Guerrero Lebrón, María José, “*La competencia de la junta general en las operaciones relativas a activos esenciales (artículo 160.f Ley de Sociedades de Capital)*”.



rule a la decisión de los administradores de proceder a la enajenación o adquisición, de manera que no habrá responsabilidad de éstos si resulta, a posteriori, que “fue una mala idea” vender o adquirir el activo.

Sin embargo, es preciso apuntar que la respuesta a lo anterior puede ser distinta respecto de la decisión de los administradores de someter o no a la Junta la aprobación de la operación. Es decir, que los administradores cumplan con el estándar de diligencia de un ordenado empresario al decidir sobre si adquirir, enajenar, etc., un activo que sea esencial o no les exime de responsabilidad sobre dicha decisión, pero no sobre el hecho de no someter esta decisión a la junta. Es probable que, al respecto, el juicio de responsabilidad deba realizarse sobre la base del artículo 225 LSC. Es decir, habrá que examinar si los administradores actuaron negligentemente al apreciar que se trataba de un activo esencial y, por tanto, que su enajenación o adquisición requería de la aprobación de la Junta⁹.

Si teniendo en cuenta lo expuesto se decide que la enajenación de la participación de Castilla Holding en Honmas supone la enajenación de un activo esencial sería la junta general quien debería adoptar la decisión de venta. En caso contrario, no sería necesaria la intervención de la junta y el consejo de administración podría aprobar la decisión de venta por su cuenta.

Asumiendo que el activo es esencial y que como se plantea en este apartado la decisión de venta se ha tomado sin el acuerdo previo de la junta la consecuencia con la que, con total seguridad, nos encontraríamos sería la responsabilidad de los administradores. Como se explicará en el apartado 2.3.2. siguiente es posible que los accionistas disconformes con la decisión de venta reclamen la responsabilidad de los administradores. Esto se debe principalmente a que dichos administradores tienen la obligación de informar del carácter esencial o no del activo y de convocar la junta en caso de que sea necesaria su aprobación.

De manera adicional a la responsabilidad de los administradores, puede surgir otra consecuencia respecto de terceros. La doctrina está lejos de estar de acuerdo en este aspecto y está esencialmente dividida en relación con la posibilidad de que un acuerdo sobre un activo esencial que haya sido tomado sin la autorización previa de la junta implica efectos estrictamente internos y, en consecuencia, no perjudica al tercero de buena fe o si, por el contrario, afecta a las relaciones externas con terceros. Las dos teorías o posiciones de la doctrina a este respecto son las siguientes:

- (i). **Efectos a nivel interno.** Aquellos que argumentan a favor de esta teoría defienden que la falta de autorización de la Junta no perjudica a los terceros que contraten en el marco de esa operación con la sociedad siempre que éstos reúnan los requisitos del artículo 234 LSC. Es decir, el tercero ha de haber actuado de buena fe (ignorando la inexistencia de la autorización de la junta) y sin culpa grave (habiendo desplegado la mínima diligencia exigible a cualquiera de que se trataba de un activo esencial para la sociedad vendedora o adquirente). En consecuencia, según esta teoría, el tercero no tiene ningún deber de “investigación patrimonial de la sociedad” con la que contrata.

⁹ Alfaro Águila-Real, Jesús, “Y más sobre el art. 160 f) LSC”.



Los defensores de esta conclusión se basan en que la cuestión de los efectos externos de la falta de autorización de la Junta no está regulada en la Ley. Y, por ello, la laguna legal que existe debe cubrirse aplicando analógicamente el art. 234 LSC referente al poder de representación de los administradores. Esta posición es mayoritariamente defendida por notarios y registradores, y, en consecuencia, por la Dirección General de Registros y Notariado (“DGRN”), que actualmente recibe el nombre de Dirección General de Seguridad y Fe Pública¹⁰.

Efectos a nivel externo. Como teoría contraria a la anterior, se encuentran aquellos que argumentan que la protección del artículo 234.2 LSC no puede aplicarse a este caso porque la competencia otorgada por el artículo 160.f) LSC está fuera de objeto social de la sociedad. Es decir, si se enajena un activo esencial, se está produciendo una modificación de facto del objeto social ya que la sociedad, después de la enajenación no dispone ya del activo que le permitiría desarrollar el objeto social que venía desarrollando. Del mismo modo, la adquisición, por ejemplo, de una sociedad dedicada a la producción de galletas de una fábrica de zapatos modifica (ampliando) el objeto social¹¹.

Una vez establecida la tesis de que la enajenación de un activo esencial supone la modificación del objeto social conviene analizar el contenido del artículo 234 LSC. Este precepto afirma, en primer lugar, el carácter ilimitado e ilimitable del poder de representación de los administradores en relación con “*todos los actos comprendidos en el objeto social*” y, a continuación, extiende dicho poder a los actos no comprendidos en el objeto social si el tercero ha actuado de buena fe y sin culpa grave.

Para conectar los dos párrafos anteriores, es preciso recalcar que lo que hace que el apartado segundo del artículo 234 LSC no resulte aplicable en los casos en que se incumple el artículo 160.f LSC es “*que lo que el precepto declara inoponibles son los límites de origen voluntario o estatutario, de ahí que se señale que no operan ni siquiera estando inscritos en el Registro mercantil, pero en ningún caso alude la norma a los límites legales (que es como habría que considerar la competencia de la junta consagrada en el artículo 160.f LSC)*”¹².

Las consecuencias de lo anterior son que: (i) la protección del artículo 234.2 LSC no aplica; y (ii) la Ley pone sobre los terceros la carga de asegurarse de que los administradores actúan dentro de sus competencias legales y, por tanto, comprobar si se trata de un activo esencial y exigir, en tal caso, la exhibición del acuerdo de la junta. Adicionalmente, si resulta que la autorización de la junta era necesaria y ésta no fue recabada por el órgano de administración el negocio jurídico llevado a cabo por el órgano de administración sería nulo (artículo 1.259 CC). Por último, en aquellos supuestos en los que de las circunstancias que hayan rodeado la celebración del contrato correspondiente no se desprenda para el tercero que la sociedad estaba adquiriendo o enajenando un activo esencial, el

¹⁰ Pérez Ramos, Carlos, “*El artículo 160 f) de la Ley de Sociedades de Capital dos años después*”.

¹¹ Alfaro Águila-Real, Jesús, “*El nuevo artículo 160 f) LSC*”.

¹² Guerrero Lebrón, María José, “*La competencia de la junta general en las operaciones relativas a activos esenciales (artículo 160.f Ley de Sociedades de Capital)*”.



tercero frustrado en su adquisición o enajenación podrá ejercer las acciones que le correspondan legalmente.

2.3.2. Posibilidad de los accionistas disconformes con la operación de ejercitar alguna acción contra dicha decisión. Posibilidad de reclamar responsabilidad a los administradores.

En el supuesto de que la venta de la participación de Castilla Holding en Honmas suponga un activo esencial para la sociedad y la decisión de enajenar dicha participación haya sido tomada por el órgano de administración sin la previa autorización de la junta existe la posibilidad de que los socios disconformes ejerciten acciones contra dicha decisión.

La primera acción disponible para aquellos socios disconformes con la decisión del órgano de administración es la impugnación del acuerdo tomado por dicho órgano. El artículo 251 LSC recoge que los socios que representen un 1%, en el plazo de treinta días desde que tuvieron conocimiento del acuerdo que desean impugnar y siempre que no hubiere transcurrido un año desde su adopción, podrán impugnar los acuerdos del consejo de administración.

En segundo lugar, los socios disconformes tienen a su disposición la posibilidad de entablar las acciones de responsabilidad contra los administradores que les reconoce la LSC. El artículo 241 LSC establece que los socios pueden interponer acciones de responsabilidad individual contra los administradores por los actos de estos últimos que lesionen directamente sus intereses. También se encuentra disponible la acción social de responsabilidad (artículo 238 LSC), pero para ello se requiere acuerdo de la junta general y es posible que no todos los socios quieran interponer una acción contra los administradores.

2.3.3. Relación entre la junta general, el órgano de administración, el consejero delegado y los apoderados.

La junta general y el órgano de administración son los dos órganos sociales de una sociedad. La **junta general** está formada por los socios de una sociedad, es decir, por todos aquellos que son titulares de una porción del capital social de la sociedad en cuestión. Concretamente, de lo recogido en el artículo 159 LSC puede definirse la Junta General como un órgano social que consiste en la reunión física de socios, válidamente constituida, generalmente convocada según las normas legales y estatutarias, para debatir y tomar acuerdos por mayoría sobre asuntos sociales propios de su competencia.

Este órgano social se configura como un órgano necesario, que existe en todas las sociedades de capital y que no puede ser sustituido por ningún otro. De hecho, la junta general es un órgano que existe incluso en las sociedades unipersonales, estableciéndose en el artículo 15 LSC que "*en la sociedad unipersonal el socio único ejercerá las competencias de la Junta General*".

En cuanto a sus competencias, éstas vienen reguladas en el artículo 160, pero conviene precisar que la legislación española no establece un catálogo cerrado de competencias de la junta general, ya que se le reconocen una serie de competencias legales, pero también se incluye la posibilidad de otorgarle competencias por vía estatutaria. No obstante, estas competencias no son ilimitadas, y uno de los límites viene dado por la existencia de otro órgano social



que también tiene reconocidas ciertas competencias propias. Esta es la primera conexión que existe entre la junta general y el órgano de administración. Y es que es necesario que ambos órganos puedan coexistir y respetarse dentro de sus ámbitos propios.

Dentro del mencionado respeto que deben tenerse los miembros de cada órgano, conviene mencionar que la junta, al ser el órgano soberano, siempre tendrá poder de decisión sobre el órgano de administración. Este poder se demuestra en el hecho de que el artículo 160.b) LSC reconoce a la junta como competencia “*el nombramiento y separación de los administradores, de los liquidadores y, en su caso, de los auditores de cuentas, así como el ejercicio de la acción social de responsabilidad contra cualquiera de ellos*”. Adicionalmente, como se explica en el apartado 2.3.4 de este informe, la junta tiene la posibilidad, siempre que los estatutos no lo prohíban, de intervenir en asuntos de gestión que, en un principio, son propios del órgano de administración.

Por su parte, el **órgano de administración** de una sociedad está formado por la persona o personas que asumen las funciones de gobierno, gestión y representación de la misma. Este órgano puede adoptar distintas “formas”, puede existir un administrador único o pueden existir varios administradores. En el caso de que existan varios administradores, estos pueden clasificarse según se forma de actuación.

- (i). **Administradores mancomunados.** El artículo 210 LSC recoge que, en la sociedad anónima, cuando la administración conjunta se confíe a dos administradores, éstos actuarán de forma mancomunada. Esto significa que el poder de representación y decisión habrá de ser ejercido por ambos. Por su parte, en la sociedad de responsabilidad limitada los estatutos sociales podrán determinar distintos modos de organizar la administración atribuyendo a la junta de socios la facultad de optar alternativamente por cualquiera de ellos sin necesidad de modificación estatutaria.

El artículo 233 LSC añade que, “*en la sociedad de responsabilidad limitada, si hubiera más de dos administradores conjuntos, el poder de representación se ejercerá mancomunadamente al menos por dos de ellos en la forma determinada en los estatutos. Si la sociedad fuera anónima, el poder de representación se ejercerá mancomunadamente*”.

- (ii). **Administradores solidarios.** En el caso de que existan varios administradores solidarios el poder de representación corresponde a cada administrador, sin perjuicio de las disposiciones estatutarias o de los acuerdos de la junta sobre distribución de facultades, que tendrán un alcance meramente interno.
- (iii). **Consejo de Administración.** Por último, el consejo de administración El mismo artículo 210 LSC mencionado anteriormente recoge que en la sociedad anónima cuando la administración conjunta se confíe a más de dos administradores, constituirán consejo de administración. Adicionalmente, el artículo 233 LSC recoge que, “*en el caso de consejo de administración, el poder de representación corresponde al propio consejo, que actuará colegiadamente*”. No obstante, los estatutos podrán atribuir el poder de representación a uno o varios miembros del consejo a título



individual o conjunto.

Expuesto un régimen resumido del órgano de administración de una sociedad, es preciso añadir aspectos a la relación de este órgano con la junta general. Un punto de conexión entre estos órgano es la obligación del órgano de administración de convocar la junta general (artículo 166 LSC). Dichas convocatorias deberán hacerse conforme a lo establecido en la ley y los estatutos sociales, pero también existe la posibilidad de convocar juntas extraordinarias cuando el órgano de administración lo considere necesario para los intereses sociales de la sociedad (artículo 167 LSC). Un aspecto relevante es que, aunque la convocatoria de la junta es competencia exclusiva del órgano de administración, los socios pueden solicitar al órgano de administración que convoque una junta. Además, si la convocatoria la solicitan uno o varios socios que ostenten la representación de al menos el 5% del capital social los administradores estarán obligados a convocar la junta general.

Por último, el artículo 180 LSC recoge la obligación de los administradores de la sociedad de asistir a las juntas generales. Todo lo anterior pone de manifiesto la estrecha relación que existe entre la junta general y el órgano de administración de cualquier sociedad.

En cuanto a la relación entre el órgano de administración y los **consejeros delegados**, cabe mencionar que el artículo 233 LSC citado anteriormente recoge la posibilidad de que el poder de representación del consejo de administración se delegue en la figura del consejero delegado. Adicionalmente, el artículo 249 LSC recoge que la delegación permanente de alguna facultad del consejo de administración en uno o varios consejeros delegados y la designación de los administradores que hayan de ocupar tales cargos requerirán para su validez el voto favorable de las dos terceras partes de los componentes del consejo. Asimismo, este artículo exige que la delegación y el nombramiento del consejero delegado se inscriban Registro Mercantil para que puedan producir efecto.

Este mismo precepto recoge la necesidad de celebrar un contrato entre el consejero delegado y la sociedad, el cual debe ser aprobado previamente por el consejo de administración con el voto favorable de las dos terceras partes de sus miembros. Por último, se ha de precisar que el consejero delegado puede ser una persona física o jurídica, pero siempre debe ser un miembro del consejo de administración de la sociedad.

Finalmente, los **apoderados** son terceros ajenos a la sociedad, es decir, que no tienen por qué ser miembros del órgano de administración de la sociedad a los que éste otorga poderes generales o singulares. Es importante mencionar que, si las facultades que se confieren al apoderado general son excesivas o demasiado amplias, existe la posibilidad de que pueda considerarse al apoderado como un "administrador de hecho". Un administrador de hecho es una persona que, sin pertenecer a la sociedad y ser nombrado administrador por dicha sociedad, actúa en el tráfico mercantil con facultades asimilables a las de un administrador. Las consecuencias de que se aprecie que un apoderado es un administrador de hecho, son que se le podría llegar a aplicar el régimen de responsabilidad de los administradores, aunque no sea un miembro del órgano de administración como tal.



El Tribunal Supremo considera que para considerar que una persona es un administrador de hecho: (i) debe desarrollar una actividad de gestión sobre materias propias del administrador de la sociedad; (ii) debe desarrollar su actividad de forma sistemática y continuada, es decir, el ejercicio de la gestión debe tener una intensidad cualitativa y cuantitativa; y (iii) debe prestar su actividad de forma independiente, con poder autónomo de decisión, y con respaldo de la sociedad¹³.

2.3.4. Intervención de la junta en asuntos de gestión.

El artículo 161 LSC recoge que “*salvo disposición contraria de los estatutos, la junta general de las sociedades de capital podrá impartir instrucciones al órgano de administración o someter a su autorización la adopción por dicho órgano de decisiones o acuerdos sobre determinados asuntos de gestión, sin perjuicio de lo establecido en el artículo 234*”. Esto implica que la LSC reconoce la posibilidad de que la junta general de una sociedad pueda intervenir en los asuntos de gestión. Es preciso apuntar que originalmente esta facultad estaba reservada para las sociedades limitadas, sin embargo, la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, que modificó la LSC, eliminó la referencia a las sociedades de responsabilidad limitada, cuyas juntas de socios eran las únicas que hasta entonces tenían reconocida de forma explícita la facultad de impartir instrucciones al órgano de administración en materia de gestión.¹⁴

Es conveniente hacer un breve análisis de qué debe entenderse por gestión o asuntos de gestión. La doctrina divide los asuntos de gestión en tres categorías¹⁵:

- (i). **La gestión ordinaria.** Esta tipología de gestión engloba las decisiones frecuentes en la administración de una sociedad que son aquellas que se integran en el curso ordinario del negocio. Es evidente que esta gestión requiere de habilidades especializadas en la administración del negocio (*business skills*) y que la junta es un órgano que no está especializado en ello, lo que explica que parte de la doctrina niegue que la junta pueda inmiscuirse en estas materias argumentando que el órgano de administración debe disponer de cierta autonomía, en un ámbito que es el esencial de su competencia.
- (ii). **La gestión extraordinaria.** La gestión extraordinaria comprende asuntos que no están en el curso ordinario de la empresa, pero que integran el esquema general del negocio. Estas decisiones se caracterizarían por ser de cierta o gran envergadura económica y por la menor frecuencia con la que suelen adoptarse. Dentro de estas decisiones se encuentran las decisiones de estrategia empresarial y aquellas que marcan la marcha general de la sociedad. Teniendo en cuenta que son los socios de la sociedad quienes determinan el objeto social de la sociedad, no hay motivos para impedirles que puedan impartir instrucciones más precisas de cómo debe desarrollarse ese objeto social.

¹³ Sentencia del Tribunal Supremo núm. 421/2015 de 22 de julio

¹⁴ Esteban Velasco, Gaudencio, Comentario al “Artículo 161. Intervención de la junta general en asuntos de gestión”.

¹⁵ Megías López, Javier, “Competencia de la junta general de sociedades de capital en materia de gestión: relaciones internas y externas”.



- (iii). **La gestión estructural o fundamental.** Finalmente, las decisiones sobre la gestión estructural o fundamental afectan de manera directa al núcleo de la sociedad, en cuanto «*afectan a la estructura organizativa de la empresa, de tal manera que cambian su identidad o naturaleza*» (Paz-Ares). De lo anterior se extrae que nada impide que la junta pueda impartir instrucciones al órgano de administración sobre estas materias, incluso que estas decisiones puedan ser propuestas por los accionistas.

Una vez expuestas las distintas categorías de asuntos de gestión se debe hacer mención de las vías por las que puede tener lugar la intervención de la junta en este tipo de asuntos. Estas vías son tres¹⁶:

- (i). **Por medio de una inclusión expresa en los estatutos sociales.** Esta opción se ha mencionado previamente y es la que está expresamente reconocida por la LSC. Esta norma contempla la posibilidad de que se acuerde incluir una cláusula estatutaria en la que se reconoce que la junta tiene la capacidad de intervenir en asuntos de gestión propios del órgano de administración. Es posible, además, acotar en qué materias concretas puede intervenir la junta.
- (ii). **Por medio de una sumisión voluntaria por parte del órgano de administración.** También es posible que en una sociedad el órgano de administración decida, voluntariamente, traspasar una decisión o decisiones concretas a la junta de socios o que, aunque no traspase la decisión como tal, quiera consultar a los socios de la sociedad su visión sobre ella.
- (iii). **Por medio de la iniciativa de la propia junta general reclamando competencia en específicas materias de gestión.** Por último, es posible que la propia junta general, siempre que no esté expresamente prohibido por los estatutos de la sociedad, requiera al órgano de administración que sigan las instrucciones impartidas por la junta, o que sometan determinadas decisiones a la autorización de la junta con carácter previo a su ejecución

Para concluir, se debe hacer mención de los límites a la intervención de la junta en dichos asuntos. La formulación clásica de dicho límite que defiende la doctrina mayoritaria es que el volumen de instrucciones impartidas, no puede convertir a los administradores en meros ejecutores de los acuerdos adoptados por la Junta. En consecuencia, la junta general deberá respetar, en todo momento, la autonomía del órgano de administración y buscar siempre la cohesión entre ambos órganos. Adicionalmente, siempre debe primar el interés de la sociedad.

2.3.5. Adopción unilateral de decisiones por un miembro del órgano de administración en representación del consejo.

Como se ha mencionado en el apartado 2.3.3. la LSC, en su artículo 233, reconoce la posibilidad del consejo de administración de delegar facultades en la figura del consejero delegado. Adicionalmente, el artículo 249 LSC recoge que la delegación permanente de alguna facultad del consejo de administración en uno o varios consejeros delegados y la designación de los administradores que

¹⁶ Esteban Velasco, Gaudencio, “*El poder de decisión en las sociedades anónimas: derecho europeo y reforma del derecho español*”.



hayan de ocupar tales cargos requerirán, para su validez, el voto favorable de las dos terceras partes de los componentes del consejo. Asimismo, este artículo exige que la delegación y el nombramiento del consejero delegado se inscriban en el Registro Mercantil para que puedan producir efecto.

El mismo artículo 249 LSC recoge la necesidad de celebrar un contrato entre el consejero delegado y la sociedad, el cual debe ser aprobado previamente por el consejo de administración con el voto favorable de las dos terceras partes de sus miembros. Por último, conviene apuntar que el consejero delegado puede ser una persona física o jurídica, pero siempre debe ser un miembro del consejo de administración de la sociedad.

Por otro lado, es importante mencionar que el Tribunal Supremo, en reiteradas ocasiones, ha defendido la incompatibilidad del simultáneo desempeño del cargo societario y el desarrollo de una relación laboral especial de alta dirección¹⁷. La existencia de una vinculación de carácter mercantil, derivada de la integración de la persona en el órgano de administración de la sociedad y el paralelo ejercicio real de funciones directivas, independientemente de la extensión e intensidad de éstas, no permite, como regla general, compatibilizar, a la vez, otra relación contractual laboral sobre la base de las funciones de dirección.

En conclusión, **sí es posible que un único miembro del consejo de administración siempre y cuando se cumplan una serie de requisitos:**

- (i). que los estatutos sociales no dispongan lo contrario ni se trate de una facultad indelegable de las contenidas en el artículo 249 bis LSC;
- (ii). que el consejo de administración le haya nombrado consejero delegado siguiendo lo dispuesto en el artículo 249.2 LSC; y
- (iii). que se haya celebrado el contrato de acuerdo con las exigencias de los artículos 249.3 y 249.4 LSC.

Por último, el artículo 234 LSC recoge que la representación ejercida por cualquier administrador, y, en este caso, por un consejero delegado se extenderá a todos los actos comprendidos en el objeto social delimitado en los estatutos. Adicionalmente, este precepto añade que *“la sociedad quedará obligada frente a terceros que hayan obrado de buena fe y sin culpa grave, aun cuando se desprenda de los estatutos inscritos en el Registro Mercantil que el acto no está comprendido en el objeto social”*.

¹⁷ Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) núm. 13053/1991 de 19 de febrero y Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) núm. 500/1992 de 27 de enero.