



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

TRABAJO DE FIN DE MÁSTER

Máster Universitario de Acceso a la Abogacía

Autor

Simón-Alfonso Pobes Vallés

Tutor

D. Ramón Fernández-Aceytuno Sáenz de Santamaría

Madrid

Enero de 2021



Pobes Vallés

INFORME LEGAL

De: Pobes Vallés Abogados, S.L.P.

Para: Grupo Castilla / Fondo de Inversión

Asunto: Sobre las distintas cuestiones jurídicas planteadas respecto de: la operación de adquisición de la división de Calzado Deportivo Castilla, S.L. dirigida a la fabricación y venta de calzado de golf; la posible inversión en una sociedad cotizada del grupo; la relación competencial de los órganos necesarios de una sociedad de capital; y aspectos societarios varios.

Fecha: 10 de enero de 2022

Estimado Sr./Sra.,

Mediante el presente informe legal, procedemos a dar tratamiento a las distintas cuestiones que usted/es nos ha planteado con respecto a las operaciones en análisis. Se ha procurado dar respuesta a todas las preguntas propuestas, vertiendo información adicional sobre los conceptos jurídicos que requieren mayor detenimiento.

Esperamos que el informe les resulte claro y suficiente. Quedamos pendientes de su respuesta y a su disposición para cualquier aclaración que sea precisa.

Sin otro particular, se procede a dar respuesta a tales cuestiones.

ÍNDICE

RESUMEN EJECUTIVO	3
SECCIÓN A	6
1. Sobre las alternativas para la adquisición de la participación en el negocio target	6
1.1 La adquisición directa de participaciones o activos	6
1.2 Las modificaciones estructurales de la sociedad	6
1.3 La aportación de rama de actividad.....	7
1.4 Conclusión	8
2. Sobre el riesgo de sucesión en la responsabilidad penal de CDC	8
2.1 Sobre el traslado o la extensión de la responsabilidad penal de las personas jurídicas.....	8
2.2 Sobre la posibilidad de eliminar o mitigar los riesgos de sucesión en la responsabilidad penal, según el modo con que se articule la operación.	10
2.3 Sobre la responsabilidad civil derivada del delito	11
3. Sobre los riesgos en materia laboral que puedan derivarse respecto de los miembros de la familia Castilla	11
3.1 Sobre la sucesión de empresa a efectos laborales	11
3.2 Posibles soluciones	12
4. Diferencias entre la adquisición directa de activos y/o participaciones y las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.	13
4.1 La adquisición directa de activos y/o participaciones	13
4.2 Las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles	14
4.3 La aportación de rama de actividad.....	14
4.4 Otras diferencias y consecuencias de la distinción	15
5. Sobre la protección de los acreedores en las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles	16
5.1 El derecho de oposición de los acreedores	16
5.2 La responsabilidad solidaria de las sociedades beneficiarias de la escisión/segregación	16
6. Diferencias entre escisión parcial y segregación	17
6.1 Sujeto receptor de las acciones o participaciones de la sociedad beneficiaria.....	17
6.2 Otras diferencias	17

7.	Sobre la competencia orgánica para aprobar una modificación estructural	18
8.	Plan de acción con relación a cada modo de articular la operación.....	19
8.1	Escisión parcial	19
8.2	Segregación.....	20
8.3	La aportación de rama de actividad.....	21
9.	Contenido recomendado del acuerdo de socios relativo a NewCo	22
9.1	Fijación del marco del Acuerdo de Socios.....	22
9.2	Recomendaciones sobre el contenido del Acuerdo de Socios	22
SECCIÓN B.....		26
1.	Requisitos para la exclusión del derecho de suscripción preferente de acciones y consecuencias de su omisión	26
1.1	Introducción: sobre las sociedades anónimas cotizadas	26
1.2	Sobre la exclusión del derecho de suscripción preferente en las sociedades cotizadas	26
1.3	Consecuencias de la omisión de los requisitos	28
2.	Sobre la competencia orgánica para acordar la exclusión del derecho de suscripción preferente en el caso de las sociedades cotizadas	29
2.1	Introducción: regla general respecto de las sociedades anónimas no cotizadas	29
2.2	Regla especial: el caso de las sociedades anónimas cotizadas	29
2.3	Conclusión	30
3.	Sobre la fijación del precio de la emisión con exclusión del derecho de suscripción preferente en las sociedades cotizadas.....	31
3.1	El valor razonable, el valor de mercado y la cotización bursátil	31
3.2	Sobre la fijación del precio de la emisión por el órgano de administración de la sociedad cotizada	32
3.3	Conclusión	32
4.	Sobre las ofertas públicas de adquisición	33
4.1	Introducción: marco regulador	33
4.2	Clases de ofertas públicas de adquisición.....	33
4.3	Adquisición del control de una sociedad cotizada	34
4.4	Análisis de la hipótesis planteada.....	34
4.5	Conclusión	35

5.	Sobre los conceptos de precio equitativo y compraventa forzosa aplicados al contexto hipotético planteado	36
5.1	Precio equitativo.....	36
5.2	La compraventa forzosa (<i>squeeze out</i>) y sus requisitos	37
SECCIÓN C		39
1.	Sobre la competencia orgánica para acordar la venta de un activo esencial	39
1.1	El órgano de administración como órgano de gestión y representación de la sociedad.....	39
1.2	El reparto competencial entre la junta general y el órgano de administración de una sociedad de capital	39
1.3	Sobre la competencia para decidir sobre la venta de un activo esencial.....	40
1.4	Sobre la autorización de la junta general y las consecuencias de su omisión.....	40
2.	Sobre las posibilidades de actuación de los accionistas disconformes frente al acto de venta de un activo esencial realizado sin la autorización de la junta	41
2.1	Introducción: sobre el valor sustantivo de la escritura pública	41
2.2	La impugnación del acuerdo social	42
2.3	La mala fe y la culpa grave del comprador	42
2.4	La acción de responsabilidad contra los administradores	42
3.	Sobre la relación entre la junta general, el órgano de administración, el consejero delegado y los apoderados	43
3.1	La junta general	43
3.2	El órgano de administración	44
3.3	La relación entre la junta general y el órgano de administración	45
3.4	El consejero delegado	46
3.5	Los apoderados	47
4.	Sobre la intervención de la junta general en asuntos de gestión de la sociedad	48
5.	Sobre la posibilidad de que un miembro del consejo de administración adopte decisiones unilateralmente en representación de aquel órgano	49
ANEXOS		51

RESUMEN EJECUTIVO

Mediante el presente informe legal, serán abordadas las distintas cuestiones de orden jurídico que se plantean respecto de tres situaciones distintas que afectan al grupo Castilla (el “**Grupo**”), que presentan problemáticas de diversa índole.

De este modo, la **Sección A** tratará de analizar las distintas alternativas de articular la venta, en favor de un fondo de inversión, de un determinado porcentaje sobre una división del negocio de una sociedad del Grupo: desde la posible adquisición directa de cuotas del capital, hasta modificaciones estructurales u otras alternativas. Las diferencias, ventajas y desventajas de las distintas alternativas serán identificadas y expuestas, y del mismo modo serán contempladas ciertas incidencias de orden laboral o penal que puedan afectar a la operación. Conforme a ello, se expondrá que la opción más conveniente para configurar la operación es a través de una aportación de rama de actividad en favor de una sociedad de nueva creación, para que posteriormente un vehículo societario íntegramente participado por el fondo de inversión adquiera el 30% de su capital. Finalmente, se hará una recomendación sobre el contenido del acuerdo de socios que haya de regir las relaciones con el comprador en esta nueva sociedad.

Por su parte, la **Sección B** versará sobre determinados interrogantes que se plantean respecto de otra sociedad del Grupo, cuyas acciones están admitidas a cotización. Así, se proporcionará información sobre los requisitos para la exclusión del derecho de suscripción preferente en caso de aumento del capital de esta sociedad, advirtiendo sobre las consecuencias de la omisión de tales requisitos. Se advertirá sobre la posibilidad de que el acuerdo sobre la exclusión de aquel derecho de preferencia sea adoptado por el consejo de administración de la sociedad, así como los límites y requisitos para que esto sea posible. Del mismo modo, se tomará en consideración la normativa reguladora de las ofertas públicas de adquisición para proporcionar al cliente una imagen aproximada de qué circunstancias la harían aplicable y qué sucedería en tal caso.

Por último, la **Sección C** contendrá un análisis sobre aspectos de esencial relevancia concernientes a la relación, el funcionamiento y las competencias de los órganos de una sociedad de capital. En concreto, este análisis tendrá por suceso desencadenante la venta de un activo esencial de una sociedad del Grupo, de forma que sea posible el estudio de los requisitos que son legalmente exigidos para realizar este tipo de actos y, al mismo tiempo, sirva de pretexto para explicar cómo se desenvuelve y ejerce la formación de la voluntad de una sociedad de capital, su exteriorización y su posterior ejecución.

SECCIÓN A

1. Sobre las alternativas para la adquisición de la participación en el Negocio Target

La adquisición proyectada tiene por objeto una **sección concreta del negocio desarrollado por una compañía**, Calzado Deportivo Castilla, S.L.U. (en adelante, “**CDC**”), consistente en la fabricación y venta de calzado deportivo para golf (en adelante, el “**Negocio Target**”). El fondo de inversión tiene la intención de participar únicamente en un 30% del Negocio Target, y se plantean por tanto las siguientes alternativas para llevar esto último a cabo (la “**Operación**”).

1.1 La adquisición directa de participaciones o activos

La forma que quizás parezca más evidente para llevar a cabo la Operación es **la adquisición directa**, sea de participaciones sociales de CDC o de los activos en su patrimonio que integran el Negocio Target.

El problema de la adquisición directa de participaciones sociales de CDC estriba en que, actualmente, el Negocio Target se encuentra integrado en el negocio global de esta sociedad, no siendo posible realizar una adquisición directa del 30% de su capital sin que ello lleve consigo la participación como socio en los riesgos derivados del resto de las actividades que integran el objeto social de CDC. Esta opción queda, por tanto, descartada.

Por otro lado, la adquisición directa por parte del fondo de inversión de los activos dedicados al Negocio Target presenta un problema de otra índole: el objeto de la venta, pudiendo constituir por sí mismo una unidad económica, carece de una organización societaria que permita organizar esa actividad de un modo autónomo. De este modo, el fondo de inversión tendrá dos opciones: o bien gestionar directamente esos activos, o bien deberá crear una sociedad distinta que los gestione. Teniendo en cuenta que la intención del fondo no es asumir el 100% del control y la gestión del Negocio Target -y por tanto de los riesgos derivados del desarrollo de esta actividad- sino únicamente el 30%, estas opciones citadas no parecen, como se expone más adelante, las más apropiadas.

1.2 Las modificaciones estructurales de la sociedad

Otra opción distinta es llevar a cabo una **modificación estructural** de CDC, de modo que de ella resulte una nueva sociedad en la que exista identidad entre el objeto social y el Negocio Target. En ese caso, la adquisición por el comprador de acciones o participaciones en la nueva sociedad resultante sí se adecuará al interés de la Operación.

Al amparo de la Ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (Ley 3/2009, de 3 de abril, en adelante “**LME**”), se presentan tres posibles alternativas: la **escisión parcial**, la **segregación** y la **constitución de sociedad íntegramente participada mediante transmisión del patrimonio**.

La escisión aparece regulada en los **artículos 68 y siguientes de la LME**. En puridad, existen tres tipos: escisión total, escisión parcial y segregación. La escisión total es una opción que debe quedar desechada de inicio pues implica la extinción de la sociedad escindida, lo cual, en principio, no parece que sea ni de interés para el Grupo vendedor, dado a que el objeto de la operación es sólo una de las divisiones que integran el objeto social de CDC.

La **escisión parcial** implicará que una sección del patrimonio de CDC -la dedicada al Negocio Target- se transmitirá en bloque, por sucesión universal, a otra sociedad, sea ésta de nueva creación o ya existente, recibiendo los socios de CDC -es decir, Zapaterías Castilla, S.A. (en adelante, “**ZC**”)- un número de acciones o participaciones de la sociedad beneficiaria proporcional a su respectiva participación en la sociedad que se escinde, y debiendo ésta reducir su capital en la cuantía necesaria (70 LME).

A través de este procedimiento, se procederá a escindir CDC dando lugar a la creación de una nueva sociedad (en adelante, “**NewCo**”), que estará íntegramente participada por ZC.

Preferiblemente, esta NewCo será una sociedad limitada, dado su carácter cerrado con respecto a la sociedad anónima y ola menor rigidez de los requisitos que exige la LME para la escisión de este tipo social. Tras la escisión, se llevará a cabo la venta del 30% de las participaciones sociales de NewCo en favor del fondo de inversión. La escisión, al llevarse en favor de una sociedad -NewCo- que se encuentra íntegramente participada por la que se escinde -CDC-, podrá realizarse con agilidad, sin ser necesario el informe de los administradores sobre el proyecto de escisión, el balance de escisión, la aprobación de la escisión por la junta general de NewCo, el cumplimiento de los requisitos de publicidad previstos legalmente para el proyecto de escisión, ni el informe de expertos sobre el proyecto de escisión (artículos 78 bis y 73 en relación con el 42, 49 y 52.1 LME).

Otra opción, como adelantamos anteriormente, será la **segregación**. La segregación aparece definida en el artículo 71 LME, según el cual nos encontramos ante una modificación estructural por cuya virtud una sociedad -en este caso CDC- transmite en bloque y por sucesión universal una o varias partes de su patrimonio, que deberán constituir una unidad económica, a una o varias sociedades, recibiendo a cambio la sociedad segregada acciones o participaciones de las sociedades beneficiarias. En el caso de la segregación, no serán los socios de la sociedad segregada -en este caso, ZC- quienes reciba un número proporcional de participaciones en la sociedad resultante de la segregación -NewCo-, sino que las recibirá la propia sociedad segregada -CDC-. Esto crearía un nuevo nivel en la estructura actual del Grupo vendedor e implicaría un cambio en la figura del vendedor en la Operación: deberá ser CDC quien, tras la segregación, venda el 30% de las participaciones sociales de NewCo al fondo de inversión.

A través de esta modificación estructural, se procederá a segregar una parte del patrimonio de CDC -aquella dedicada al desarrollo del Negocio Target- dando lugar a la creación de NewCo, que estará íntegramente participada por la propia CDC. Tras la segregación, se llevará a cabo la venta del 30% de las participaciones sociales de NewCo en favor del fondo de inversión. Al igual que ocurría con la escisión parcial, la segregación podrá realizarse con relativa agilidad, pues NewCo es una sociedad íntegramente participada -por CDC-, y por ese motivo no será preciso el informe de los administradores sobre el proyecto de segregación, el balance de segregación, la aprobación de la segregación por la junta general de NewCo, el cumplimiento de los requisitos de publicidad previstos legalmente para el proyecto de segregación, ni el informe de expertos sobre el proyecto de segregación (artículos 78 bis y 73 en relación con el 42, 49 y 52.1 LME).

Por otro lado, existe también otra posibilidad que define el artículo 72 LME, que lleva por título **constitución de sociedad íntegramente participada mediante transmisión del patrimonio**. En su virtud, una sociedad transmite en bloque todo su patrimonio en favor de otra sociedad de nueva creación, recibiendo aquella a cambio todas las acciones o participaciones de la sociedad beneficiaria. De nuevo, no será ZC quien reciba la totalidad de las participaciones de NewCo, sino que las recibirá, en su totalidad, CDC. Tras realizar esta operación, CDC venderá el 30% de sus participaciones en NewCo al fondo de inversión.

Esta alternativa, sin embargo, genera un efecto de “vaciado” patrimonial excesivo para los intereses de la operación: no interesa transmitir a NewCo todo el patrimonio de CDC, sino sólo la parte del patrimonio que constituye la unidad económica dedicada al desarrollo del Negocio Target. Tampoco interesa al fondo de inversión participar en una sociedad patrimonializada en exceso, pues será su voluntad restringir los riesgos de su inversión exclusivamente a los que se deriven del desarrollo del Negocio Target, y que la adquisición no vea incrementado su precio por el hecho de que NewCo disponga de más patrimonio y activos de los necesarios para desarrollar la mencionada actividad.

1.3 La aportación de rama de actividad

No obstante, existe otra opción no mencionada hasta ahora, denominada comúnmente como **“aportación de rama de actividad”**. A través de la aportación de rama de actividad, una sociedad transmite en bloque una parte de su patrimonio social a otra sociedad de nueva creación, recibiendo la sociedad aportante directamente a cambio todas las acciones o participaciones de esa sociedad. Esta definición encaja en importante medida con la proporcionada por la LME para la segregación o para la operación regulada en su artículo 72, pero existe un problema: antes de la entrada en vigor de la LME un sector doctrinal sostenía y

aún a día de hoy sostiene que la aportación de rama de actividad debe ser considerada como una operación análoga a la segregación, siéndole de aplicación el régimen jurídico que, para ella, prevé la LME; por otro lado, otro sector de la doctrina jurídica y también la Dirección General de los Registros y del Notariado (en adelante, “DGRN”¹) reconocía y aún reconoce la posibilidad de llevar a cabo esta aportación de rama de actividad como una operación autónoma e independiente de las modificaciones estructurales de una sociedad. Tras la entrada en vigor de la LME, la figura de la aportación de rama de actividad sigue sin estar regulada.

El hecho de que el artículo 66 de la Ley de Sociedades de Capital (RDL 1/2010, de 2 de julio, en adelante, “LSC”), desarrollado por el artículo 133 del Reglamento del Registro Mercantil (en adelante, “RRM”), recoja la figura de la aportación de empresa ha conducido a diversos autores a reconocer que la aportación de rama de actividad pueda realizarse como una operación ajena a la segregación. En este caso, el régimen jurídico de la operación escapa del cauce diseñado por la LME y las consecuencias de ello serían: la aportación de rama de actividad se realizaría como una aportación no dineraria al capital de NewCo; la decisión de hacerlo correspondería al órgano de administración y no a la junta general de la sociedad aportante; y no serían de aplicación las garantías previstas en la LME como el derecho de oposición, el proyecto de escisión/segregación, o los requisitos de publicidad.

1.4 Conclusión

Concluyendo, considero que existen **tres diferentes alternativas viables**: escisión parcial, segregación y aportación de rama de actividad. La elección por una u otra alternativa se verá influenciada por factores estructurales del Grupo vendedor, cuestiones fiscales, contables y otros factores estratégicos. En cualquiera de los tres casos señalados, considero que lo conveniente es que el fondo de inversión no sea directamente el comprador del 30% del capital de NewCo, sino que la operación **deberá realizarse mediando siempre una sociedad vehículo constituida por el fondo de inversión** (en adelante, la “SPV”, que preferiblemente será una S.L. por las razones antes aducidas)-, pues no resulta probable que el fondo de inversión desee poseer y participar directamente en la gestión del Negocio Target. Será, por tanto, la SPV, participada al 100% por el fondo, la que adquiera el 30% de las participaciones sociales de NewCo, ya resulte ésta de la escisión parcial o segregación de CDC, o simplemente se haya realizado en su favor una aportación de rama de actividad. Otro argumento en favor de ello es que este tipo de operaciones suelen tener un alto coste económico, lo cual a su vez suele conllevar la necesidad de pedir financiación externa para efectuarlas, con el juego de garantías que ello probablemente implique. Interviniendo financiación ajena, resulta entonces mucho más conveniente articular esta operación mediando la SPV, de modo que se evite incurrir en la prohibición de la asistencia financiera regulada en la LSC (143 LSC para las sociedades limitadas; 150 LSC para las sociedades anónimas).

2. Sobre el riesgo de sucesión en la responsabilidad penal de CDC

En otro orden de cosas, se plantea igualmente si existe riesgo de que NewCo suceda a CDC en su eventual responsabilidad penal (y/o responsabilidad civil *ex delicto*) en relación con el presunto fraude de subvenciones.

2.1 Sobre el traslado o la extensión de la responsabilidad penal de las personas jurídicas

A este respecto, lo primero es advertir sobre el carácter relativamente novedoso de la introducción en nuestro Código Penal (en adelante, “CP”) de una regulación de la responsabilidad penal de las personas jurídicas en sus artículos **31 bis, ter, quáter y quinquies**, sobre todo teniendo en cuenta que con anterioridad a la promulgación de esta reforma -en el año 2015- el principio o axioma penal a este respecto sostenía una postura diametralmente opuesta: “*societas delinquere non potest*” (las sociedades no pueden delinquir).

¹ A este respecto, resulta muy ilustrativa la Resolución de la DGRN -actualmente denominada Dirección General de la Seguridad Jurídica y Fe Pública- de 22 de julio de 2016.

Consecuentemente, con la introducción de esta reforma también fue necesario determinar cómo había de extinguirse la responsabilidad penal de las personas jurídicas o, en su caso, si ésta había de subsistir siendo “heredada” por otra entidad. Precisamente, **esta cuestión es abordada por el artículo 130.2 CP**. Con este precepto, el legislador quiere señalar una clara diferencia entre personas físicas y jurídicas en lo que respecta a la extinción de su responsabilidad penal: mientras la muerte de las personas físicas extingue dicha responsabilidad, en el caso de las personas jurídicas se prevé de forma expresa que los supuestos de transformación o sucesión de empresa, o incluso de disolución (cuando es meramente aparente o encubierta), no impedirán la subsistencia de la responsabilidad penal (en caso de existir) de la persona jurídica originaria sino todo lo contrario, se “extenderá” o “trasladará” a las personas jurídicas resultantes o absorbentes.

Ahora bien, si hemos advertido del carácter relativamente novedoso de esta regulación, ello es porque la interpretación doctrinal y jurisprudencial de este precepto se encuentra aún en desarrollo, y son escasas las ocasiones en que los Juzgados y Tribunales han tenido ocasión de sentar doctrina a este respecto. Tendremos en cuenta, no obstante, los pronunciamientos existentes.

Por ello, ateniéndonos a las circunstancias concurrentes, debemos adelantar la siguiente conclusión: **existe**, sin duda, **riesgo de transmisión de la eventual responsabilidad penal de CDC en favor de NewCo**. Siendo NewCo el potencial objeto de adquisición por parte del fondo de inversión (tal y como se expone con mayor detalle en los apartados I y VIII de la Sección A de este escrito), éste es un riesgo de importante relevancia para la viabilidad y buen desenlace de la Operación, por lo que debe ser analizado. Reparemos en los siguientes datos:

- En primer lugar, el fraude en materia de subvenciones (308, 308 bis y 310 bis CP) es uno de los delitos que pueden ser cometidos por personas jurídicas, siendo el artículo 310 bis CP el que prevé de forma expresa esta posibilidad.
- No se nos proporciona información acerca de si CDC o, en general, el Grupo Castilla han implantado un sistema de prevención de delitos (*compliance*) que cumpla los requisitos previstos en el artículo 31 bis CP. Esto hubiera podido dar lugar a una exoneración o graduación de la responsabilidad penal de CDC.
- El artículo 130.2 CP contiene dos párrafos: uno, referido a los supuestos de transformación y sucesión empresarial (transformación, fusión, absorción, escisión); otro, referido a los supuestos de disolución.

El primero de los párrafos deja claro que, en los supuestos que en él se contemplan, la responsabilidad penal de la persona jurídica subsistirá y se “trasladará” a la entidad o entidades en que se transforme, quede fusionada o absorbida, o se “extenderá” a la entidad o entidades que resulten de la escisión.

El párrafo segundo permite concluir lo que sigue: en los supuestos de verdadera disolución de una sociedad (piénsese, por ejemplo, en casos de disolución por mandato legal ex artículo 361 LSC o en el caso de disolución, liquidación y extinción de una sociedad en un procedimiento concursal), su responsabilidad penal quedará extinguida (sin perjuicio de la responsabilidad civil que pueda reclamarse de los administradores o socios, en su caso); pero en los supuestos en los que se aprecie que la disolución es aparente o encubierta, realizada con fines elusivos de la responsabilidad penal, quedará subsistente la responsabilidad penal de la persona jurídica.

- En ninguna de las tres alternativas antes planteadas para llevar a cabo la operación - es decir, escisión parcial, segregación y aportación de rama de actividad, que serán explicadas pormenorizadamente más adelante-, se produce la extinción de la personalidad jurídica de la sociedad originaria, es decir, de CDC. Por lo tanto, **debemos atenernos a lo previsto en el párrafo primero del artículo 130.2 CP**.
- Por último, merece la pena aclarar que el Juzgado Central de Instrucción Nº 4 de Madrid, en su Auto de 20 de marzo de 2019, ha considerado que el párrafo primero del

artículo 130.2 CP **no requiere**, para su aplicación, que la transformación, escisión, fusión o absorción de la persona jurídica sea llevada a cabo con **una intención elusiva de su responsabilidad penal** para que ésta se traslade o extienda sobre la persona jurídica beneficiaria de tales operaciones. Ello ha venido a contradecir un criterio doctrinal que cada vez venía a estar más consolidado y que concluía de un modo opuesto, entendiendo que ese elemento intencional es preciso para que tenga lugar la sucesión en la responsabilidad penal de las personas jurídicas (y ello basándose en el principio penal de culpabilidad, artículo 5 CP). El criterio sentado por el Juzgado Central de Instrucción Nº 4 de Madrid aún no constituye jurisprudencia consolidada, pero tampoco ha sido contradicho por otras resoluciones judiciales posteriores, por lo que es más prudente atenerse a dicho criterio.

2.2 Sobre la posibilidad de eliminar o mitigar los riesgos de sucesión en la responsabilidad penal, según el modo con que se articule la Operación.

Sobre la base de esta información, es preciso diferenciar las consecuencias que cada una de las alternativas planteadas para llevar a cabo la Operación puedan acarrear respecto de la posible traslación de la responsabilidad penal de CDC a NewCo.

En el supuesto de **escisión parcial** de CDC, recordemos que esta modificación estructural dará lugar a una nueva sociedad, NewCo, cuyo único socio será ZC y de la que posteriormente será transmitido el 30% de su capital en favor de la SPV, participada a su vez al 100% por el fondo de inversión. El artículo 130.2 párrafo 1º CP incluye expresamente el caso de escisión de una sociedad, de modo que **la responsabilidad penal de CDC se “extenderá” a la sociedad resultante de la escisión (NewCo)**. Ahora bien, el mismo párrafo aclara 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”*. Es un inciso de gran relevancia para nuestro supuesto, pues permite que el Juez o Tribunal **mitigue la responsabilidad penal que pueda extenderse sobre NewCo** en función de la relación de ésta con CDC: es decir, orientativamente, se extendería sólo en un porcentaje equivalente al peso que la sección de calzado de golf tenía en el patrimonio de CDC.

Otra alternativa era, como dijimos, la **segregación** de CDC. Recordemos que, mediante esta modificación estructural, una parte del patrimonio de CDC se transmite en bloque y por sucesión universal a NewCo, cuyo único socio sería CDC. De nuevo, la eventual responsabilidad penal de CDC **se extenderá sobre NewCo**, aunque el Juez o Tribunal **podrá moderar este traslado** según la relación que exista entre la persona jurídica originaria y la resultante. En lo relativo a la potencial sucesión de NewCo en la responsabilidad penal de CDC, escisión parcial y segregación suponen **los mismos riesgos**.

También se planteó realizar la operación a través de la denominada como **“aportación de rama de actividad”**. Recordemos, que actualmente la doctrina jurídica mayoritaria y de la DGRN admite que esta aportación de rama de actividad pueda realizarse como una aportación no dineraria en el capital de la sociedad de nueva creación (en este caso, NewCo), sin que sea de aplicación el régimen legal de la escisión (o segregación). Si esto es así, entonces se diluye en gran medida el mecanismo previsto en el artículo 130.2 CP para la extensión de la responsabilidad penal de CDC sobre NewCo, y ello porque **CDC no se ha transformado, escindido o segregado, sólo ha efectuado en favor de NewCo una aportación no dineraria** en el capital de ésta de unos activos que constituyen únicamente una sección concreta y no protagonista de la actividad de CDC. En estas circunstancias **no desaparece totalmente el riesgo** de que el Juez o Tribunal declare procedente que la responsabilidad penal de CDC deba extenderse, al menos parcialmente, sobre NewCo, **pero se reducen en buena medida las posibilidades de que esto se produzca**. Por este motivo, y exclusivamente a efectos del riesgo de extensión de la responsabilidad penal, **la aportación de rama de actividad se muestra como la alternativa más segura**.

En cualquiera de los casos, téngase en cuenta que es posible prever, en el contrato de compraventa por el que la SPV adquiera el 30% de las participaciones de NewCo, **una cláusula por cuya virtud CDC deba mantener indemne a la SPV** respecto de todas las consecuencias derivadas de la eventual responsabilidad penal que NewCo “herede” de CDC.

2.3 Sobre la responsabilidad civil derivada del delito

Para finalizar, diremos que la eventual **responsabilidad civil derivada del delito** que pudiera corresponder a CDC se transmitiría del mismo modo que la responsabilidad penal de la persona jurídica y junto con ella. No obstante, no debe perderse de vista lo dispuesto en el artículo 116.3 CP, según el cual *la responsabilidad penal de una persona jurídica llevará consigo su responsabilidad civil en los términos establecidos en el artículo 110 de este Código de forma solidaria con las personas físicas que fueren condenadas por los mismos hechos*. Debe tenerse en cuenta que el principio de responsabilidad universal del deudor (1.911 del Código Civil) es también aplicable a las personas jurídicas, y que la responsabilidad civil *ex delicto* no es sino una manifestación más de la responsabilidad civil, aunque con especial origen y regulación propia. Por lo tanto, esta responsabilidad civil subsiste y se extenderá sobre las sociedades resultantes de la escisión o segregación de la sociedad originaria, en el caso de que aquella responsabilidad civil derivada del delito llegue a ser declarada judicialmente. Si la sociedad originaria se extinguiera, serían sus socios quienes responderían hasta la cuantía que hubieran recibido de la disolución y liquidación de la sociedad.

3. Sobre los riesgos en materia laboral que puedan derivarse respecto de los miembros de la familia Castilla

El fondo de inversión prefiere que los miembros de la familia Castilla que son, a su vez, empleados de CDC, queden excluidos de la Operación, es decir -teniendo en cuenta las alternativas planteadas para articular la Operación-, que no pasen a ser empleados de NewCo.

3.1 Sobre la sucesión de empresa a efectos laborales

El principal riesgo o escollo que se presenta es que tanto la escisión parcial, como la segregación y la aportación de rama de actividad **pueden constituir supuestos de la denominada “sucesión de empresa a efectos laborales”**, tal y como queda definida y regulada en el artículo 44 del Estatuto de los Trabajadores (en adelante, “ET”).

La más crucial consecuencia de la sucesión de empresa a efectos laborales es que **el nuevo empresario quedará subrogado en los derechos y obligaciones laborales y de Seguridad Social del anterior**. Debe advertirse, no obstante, que el concepto de sucesión de empresa en un sentido laboral tiene sustantividad propia y, en cierto modo, particular. Así, el apartado segundo del artículo 44 ET aclara que, a efectos laborales, existe sucesión de empresa cuando *la transmisión afecte a una entidad económica que mantenga su identidad, entendida como un conjunto de medios organizados a fin de llevar a cabo una actividad económica, esencial o accesoría*. Estos requisitos no quedarán cumplidos, de acuerdo con jurisprudencia consolidada del Tribunal Supremo², en casos como una simple adquisición de la totalidad o de parte de las acciones o participaciones de una sociedad, pues simplemente habría cambiado la identidad de los socios, mientras que el sujeto empleador permanecería invariable. No obstante, casos como **la escisión, segregación o aportación de rama de actividad sí son subsumibles en el tenor del artículo 44 ET**.

De acuerdo con esto, recordemos que las tres alternativas planteadas para llevar a cabo la operación son: escisión parcial, segregación o aportación de rama de actividad. Recordemos asimismo las características del objeto de la operación: el fondo de inversión quiere participar en un 30% del Negocio Target, y para ello es preciso constituir una nueva sociedad - NewCo- dotada del conjunto de activos y medios destinados a desarrollar la actividad en que consiste dicho Negocio Target.

² Así, la Sentencia del Tribunal Supremo Tribunal Supremo, Sala Cuarta, de lo Social, Sentencia de 20 de diciembre de 2012, Rec. 3754/2011, Fundamentos de Derecho Cuarto y Quinto. En un sentido similar, la Sentencia de esta misma Sala dictada el 20 de abril de 2015, Rec. 354/2014 o, más recientemente, la Sentencia 510/2021 de 11 de Mayo de 2021, Rec. 1772/2018.

Teniendo esto en cuenta, queda claro que la **escisión parcial y la segregación de CDC suponen casos de sucesión de empresa** a efectos laborales: se transmite en bloque una parte del patrimonio de CDC en favor de NewCo y, en cualquier de los dos casos, este conjunto patrimonial tiene identidad propia y es suficiente para desarrollar una actividad -constituyen una unidad patrimonial-.

Del mismo modo, **la aportación de rama de actividad incurre también en un supuesto de sucesión de empresa** a efectos laborales, pues lo que se aporta a NewCo no es otra cosa que el conjunto de activos y elementos patrimoniales que permitan desarrollar la actividad que es propia del Negocio Target.

Existe un problema adicional, y es que D. Alfredo Castilla es empleado de CDC y ejerce sus funciones específicamente para la sección de calzado de golf, es decir, el Negocio Target. Por lo tanto, si tiene lugar una sucesión de empresa a efectos laborales respecto de la sección de calzado de golf, **el nuevo empresario -NewCo- quedará subrogado en los derechos y obligaciones laborales y de Seguridad Social de CDC**. Ello, precisamente, será susceptible de ser reclamado por D. Alfredo Castilla, pudiendo exigir que NewCo formalice el correspondiente contrato laboral con él.

Ya se realice la Operación mediante la escisión parcial, la segregación o la aportación de rama de actividad, aquel derecho amparado en el artículo 44 ET **sólo correspondería a D. Alfredo Castilla**, pues la unidad productiva transmitida sólo es la sección de CDC dedicada a la elaboración de calzado de golf, en la cual, de los miembros de la familia Castilla, sólo D. Alfredo desempeña sus funciones. Es más, debe advertirse que las tres alternativas planteadas para llevar a cabo la operación **obligan a cumplir con las obligaciones de información a los representantes de los trabajadores** (o a estos mismos si no existieran aquéllos) previstas en el artículo 44 ET. La LME hace referencia expresa a esta obligación en distintos preceptos, y no exime de su cumplimiento en ningún caso. Aunque la LME no regula la “aportación de rama de actividad”, el artículo 44 ET impone tales obligaciones de información para todos los supuestos que, laboralmente, son considerados como una sucesión de empresa. En concreto, esta información deberá versar sobre: la fecha prevista de la transmisión; los motivos de la misma; las consecuencias jurídicas, económicas y sociales que conlleve para los trabajadores; y las medidas previstas respecto de estos últimos.

3.2 Posibles soluciones

Para eludir este problema, o al menos para mitigar el riesgo de reclamación por parte de D. Alfredo Castilla, parecería que la solución más evidente sería articular la operación de adquisición del 30% de Negocio Target por parte del fondo de inversión (o mejor dicho, de su SPV) como una **adquisición directa** del 30% de las participaciones de CDC o de los activos destinados al Negocio Target. Sin embargo, como se expuso anteriormente, esta forma de articular la Operación es muy poco conveniente para los intereses de ambas partes y, especialmente, del fondo de inversión.

Considero, por tanto, que lo más apropiado es que se incluya, como parte del contenido del acuerdo de socios que, previsible y recomendablemente, deban suscribir las partes vendedora y compradora para regular su relación en NewCo y el funcionamiento de ésta, **un pacto en virtud del cual CDC contrate laboralmente a D. Alfredo Castilla tras la ejecución de la escisión parcial, la segregación, o la aportación de rama y antes de la adquisición del 30% del capital de NewCo por parte de la SPV**.

En el supuesto de que la inclusión de este pacto en el acuerdo de socios fuera rechazada, considero que sería preciso negociar que tenga lugar, al menos, **una modificación funcional en la relación laboral que media entre D. Alfredo Castilla y CDC**, de modo que deje de desempeñar funciones en la sección de calzado de golf, y que ello tenga lugar antes de la ejecución de la escisión parcial, la segregación o la aportación de rama de actividad. De este modo, D. Alfredo Castilla no podrá ejercitar la correspondiente reclamación amparada en el artículo 44 ET frente a NewCo, pues esta sociedad no tendrá obligación legal de subrogarse en el lugar de CDC respecto del contrato laboral de D. Alfredo Castilla.

4. Diferencias entre la adquisición directa de activos y/o participaciones y las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.

Como pudo anticiparse con anterioridad al responder a la primera de las cuestiones planteadas, la Operación puede llevarse a cabo de diversas formas:

- La primera de ellas sería la adquisición directa, por parte del fondo de inversión, de un 30% de las participaciones sociales en que se divide el capital de CDC.
- También sería posible la adquisición directa de los activos que constituyen la rama de actividad dedicada al Negocio Target por parte del fondo de inversión.
- Por otro lado, está la posibilidad de llevar a cabo una modificación estructural en CDC, ya sea una escisión parcial o una segregación, dando lugar a una nueva sociedad -NewCo- de la que el fondo de inversión adquiriría el 30% de su capital a través de una SPV, participada al 100% por el fondo.
- Finalmente, otra posibilidad será la aportación de estos activos citados (como "aportación de rama de actividad") a una nueva sociedad -NewCo- de la que el fondo de inversión adquiriría el 30% de su capital social, de nuevo, a través de una SPV.

Analicemos cuáles son las principales diferencias entre todas estas alternativas.

4.1 La adquisición directa de activos y/o participaciones

La **adquisición directa de un 30% del capital de CDC** por parte del fondo de inversión es una de las opciones posibles. El principal problema que plantea es que esta forma de articular la operación no se ajusta a los intereses de la parte compradora: el fondo de inversión sólo quiere participar de los riesgos derivados del desarrollo de una división específica de la actividad desarrollada por CDC. Esta adquisición, no obstante, convertirá al fondo de inversión, a todos los efectos, en socio de CDC. Ello incluye, por lo tanto, los riesgos derivados del desarrollo de todas las actividades incluidas en el objeto social de CDC, que es más amplio y abarca más sectores que el que constituye el Negocio Target. El precio de la operación, presumiblemente, será mucho mayor al que la parte compradora esté dispuesta a pagar, pues estaría adquiriendo participaciones de CDC valoradas según el valor que el mercado atribuya al conjunto de activos y actividades desarrolladas por esta sociedad, y no sólo con relación al Negocio Target. Es una opción que, por lo tanto, debería ser desechada. Por lo demás, la operación será relativamente sencilla de llevar a efecto, como una compraventa de participaciones sociales que deberá ser formalizada en escritura pública y hacerse constar en el Libro-Registro de Socios.

La **adquisición directa de los activos** que integran la rama de actividad dedicada al Negocio Target por parte del fondo de inversión es otra de las posibilidades. Este negocio se articularía como un contrato de compraventa de negocio, como figura que engloba la adquisición de los distintos elementos que integran la unidad económica en que consiste el Negocio Target, siendo de aplicación el distinto régimen jurídico aplicable a la compraventa según la naturaleza de los distintos bienes que se adquieren: muebles, inmuebles, títulos-valores, etc.

La operación, en este caso, reviste de gran complejidad, ya que deberá determinarse contractualmente y con detalle la cuestión de la subrogación del fondo de inversión en los contratos que CDC hubiere contraído para el funcionamiento del negocio que transmite. Como regla general, esta subrogación no se producirá sin el consentimiento de la otra parte contratante (1205 del Código Civil; piénsese, por ejemplo, en los proveedores), por lo que deberá recabarse su consentimiento. Los créditos en favor de CDC derivados de la actividad del Negocio Target se transmitirán si así se pacta entre las partes. Las deudas, sin embargo, sólo serán asumidas por el adquirente si así se pacta (cuestión de delicada negociación). Existen excepciones en las que la subrogación es automática en virtud de la Ley (contratos de trabajo en caso de sucesión de empresa o ciertas deudas con la Seguridad Social y la Hacienda Pública). En el caso de otros contratos, como el de arrendamiento de inmueble para uso distinto de vivienda (si es el caso), podrá cederse la posición de arrendatario sin el consentimiento del arrendador (aunque éste podrá elevar la renta).

Otro problema de esta alternativa, como se adelantó anteriormente, es que la gestión de estos activos requerirá de una estructura societaria -ya que es poco probable que vayan a ser

gestionados directamente por el fondo de inversión- y ello derivaría en la necesidad de crear una nueva sociedad a la que aportar o transmitir todos estos activos -la SPV-. Como el fondo de inversión no quiere asumir sino el 30% de los riesgos derivados del desarrollo del Negocio Target, deberá vender posteriormente a ZC o a CDC un 70% de las participaciones de la SPV. Esto añadiría gran complejidad a la Operación (sobre todo a la hora de determinar el precio de esta última venta) que, como hemos dicho, ya arrastraría gran dificultad.

4.2 Las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles

Las **modificaciones estructurales** de CDC, sea a través de una escisión parcial o de una segregación, presentan importantes diferencias respecto de las anteriores alternativas. En primer lugar, escisión y segregación darán lugar como resultado a una nueva sociedad -NewCo- que estará íntegramente participada por ZC en caso de la escisión, y por CDC en caso de la segregación. Al mismo tiempo, la LME prevé un procedimiento especial para la realización de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, que se caracteriza por garantías de diversa índole. Así, debe tenerse en cuenta:

- que el acuerdo para llevar a cabo la modificación estructural debe ser adoptado por las juntas generales de las sociedades que participan;
- que es precisa la redacción de un proyecto de escisión/segregación, un balance de escisión/segregación y de un informe de los administradores acerca del proyecto (así como, en su caso, un informe de expertos independientes sobre el proyecto);
- que deben cumplirse una serie de obligaciones de publicidad, relacionados con los anteriores documentos y el acuerdo de fusión, así como de suministro de información a los socios y representantes de los trabajadores;
- que es necesario dejar transcurrir un plazo de **oposición de los acreedores** de las sociedades que participan en la fusión;
- que debe formalizarse el acuerdo de escisión/fusión en escritura pública e inscribir ésta en el Registro Mercantil;
- que de las obligaciones asumidas por la sociedad beneficiaria de la escisión/segregación que resulten incumplidas **responderá solidariamente la sociedad escindida/segregada** por el importe total de la obligación, **por un periodo de 5 años**; y
- que la escisión/segregación podrá ser impugnada en un periodo de 3 meses de caducidad, en el caso de no haberse ajustado al procedimiento legalmente establecido.

No debe olvidarse que, si bien estos son los requisitos ordinarios exigidos para las modificaciones estructurales, el caso en estudio plantea una escisión parcial o una segregación que tiene lugar en favor de una sociedad de nueva creación. Ello implica, en virtud del artículo 78 bis LME, una simplificación del procedimiento, de modo que no son necesarios ni el balance de escisión o segregación, ni el informe de los administradores sobre tal proyecto, ni el informe de los expertos independientes sobre el mismo.

4.3 La aportación de rama de actividad

Finalmente, la última alternativa sería una “**aportación de rama de actividad**” (el Negocio Target) en favor de NewCo, participada íntegramente por CDC, de la que el fondo de inversión posteriormente adquirirá el 30% del capital social. En este caso la Operación no seguiría el procedimiento previsto para las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (sin ser de aplicación, por tanto, las garantías previstas respecto de las mismas como, en particular, el derecho de oposición de los acreedores), sino que se llevaría a cabo a través de una aportación no dineraria al capital de NewCo, acordada por el órgano de administración de CDC (y no por su socio único, ZC), siguiendo las reglas de los artículos 63 y siguientes de la LSC y teniendo especialmente en cuenta el régimen de responsabilidad previsto a estos efectos para las sociedades limitadas en los artículos 73 a 76 LSC. En este caso, la valoración que se atribuya a los activos que se aportan a NewCo resultaría de esencial relevancia ya que, al pasar a formar parte del capital social e incrementar su valor, de ello depende, en gran medida, el precio que deba pagar el fondo de inversión para la adquisición del 30% del capital de esta sociedad (salvo que por pactos se acuerden ajustes).

4.4 Otras diferencias y consecuencias de la distinción

Deben ser tenidas en consideración **otras diferencias** existentes entre las alternativas expuestas para llevar a cabo la Operación, referidas a tres perspectivas adicionales: financiera, laboral y contable.

De este modo, desde una **perspectiva financiera**, es recomendable tener en cuenta la Operación tendrá, probablemente, un importante coste económico para el fondo de inversión. Por este motivo, habitualmente los fondos de inversión suelen acudir a financiación externa para llevar a cabo sus adquisiciones (“apalancamiento”). En este caso, las entidades financiadoras suelen requerir la previsión de un importante juego de garantías que implica, desde el punto de vista del derecho societario, un problema: la prohibición de asistencia financiera prevista en los artículos 143 (para las S.L.) y 150 (respecto de las S.A.) de la LSC.

Esta prohibición entraría en juego si una sociedad presta cualquier tipo de asistencia financiera para la adquisición de sus propias acciones o participaciones. Si la adquisición de participaciones de CDC (en el caso de adquisición directa) o de NewCo (en caso de previa escisión parcial, segregación o aportación de rama de actividad) se lleva a cabo de forma directa por el fondo de inversión, la sociedad vendida no podrá constituir ningún tipo de garantías sobre sus participaciones o sus activos, pues entraría en juego la prohibición de asistencia financiera.

Por esta razón, a efectos financieros, resulta mucho más conveniente que la Operación se efectúe mediando una sociedad vehículo -la SPV, preferiblemente una S.L.- participada íntegramente por el fondo de inversión, de modo que sea esta sociedad la que adquiera el 30% del capital de NewCo y, al mismo tiempo, pueda ofrecer sus propias participaciones en garantía de la financiación que las entidades bancarias le concedan. Es posible ofrecer otro tipo de garantías adicionales, como un préstamo participativo concedido por el fondo de inversión en favor de la SPV o la futura fusión de la SPV con NewCo al amparo de lo previsto en el art. 35 LME.

Desde una **perspectiva laboral**, y siendo ésta una cuestión que ya ha sido abordada con detalle anteriormente, debemos tener en cuenta que las operaciones de escisión parcial, segregación o aportación de rama de actividad pueden ser constitutivas de un supuesto de sucesión de empresa al amparo del art. 44 ET. Sin embargo, la adquisición directa de acciones o participaciones no cumple con el elemento objetivo de la sucesión de empresa en un sentido laboral que, como dijimos anteriormente y de acuerdo con el criterio del Tribunal Supremo, debe dar necesariamente lugar a un cambio en la figura del empresario -cosa que no tiene lugar cuando simplemente varía la identidad de los socios de una sociedad-. Esto tiene importantes implicaciones respecto de la intención del fondo de inversión de no contratar a los miembros de la familia Castilla, y al respecto nos remitimos a lo analizado en el segundo de los apartados de esta Sección.

Por último, desde una **perspectiva contable**, debe señalarse que la adquisición directa de activos o de participaciones de CDC o de NewCo tendrá un efecto contable ordinario en el balance de la SPV: la disminución en la partida del activo correspondiente (presumiblemente, de tesorería) se verá compensada por el aumento correspondiente en otras partidas del activo, representado por el valor de las participaciones o bienes que se adquieren. Sin embargo, el reflejo contable que las modificaciones estructurales conllevan para las sociedades mercantiles puede ser diverso, pudiendo implicar la necesidad de reducir el capital de las sociedades que participan en la escisión o segregación o, por el contrario, no tener ningún efecto sobre el capital. Esta es una cuestión que será analizada con mayor detalle en el apartado sexto de esta Sección. Finalmente, si la Operación se articula como una aportación de rama de actividad, ello no tendrá un notable efecto en el patrimonio de la sociedad: el valor de aquella parte del patrimonio que CDC aporta a NewCo se verá compensada con el incremento del valor de la totalidad de las participaciones que aquella ostenta en el capital de ésta.

5. Sobre la protección de los acreedores en las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles

5.1 El derecho de oposición de los acreedores

La principal garantía o protección de la que gozan los acreedores en el caso de una modificación estructural es precisamente el **derecho de oposición**, regulado expresamente para la fusión en el art. 44 LME y por remisión a éste en el artículo 73 LME para la escisión (y segregación).

El **motivo de la previsión de este derecho de oposición** en la LME no es otro que el de **evitar el quebranto para los acreedores**, pues tras la modificación estructural de la sociedad -y muy particularmente en el caso de la escisión y segregación- puede verse afectada negativamente la solvencia de la sociedad afectada. En efecto, piénsese en el caso que nos ocupa: la escisión o segregación de CDC dará lugar como resultado a una nueva sociedad -NewCo- que se constituirá con el capital y con los activos y pasivos que le hubieran sido transferidos, por sucesión universal, a través de la modificación estructural. No obstante, para los acreedores de CDC el sujeto deudor no habrá variado, seguirá siéndolo la sociedad escindida o segregada. Esta sociedad, tras la modificación estructural, habrá visto variado su balance en virtud de la Operación, y es probable que este efecto debilite su solvencia económica o financiera.

Casos como la fusión por creación de una nueva sociedad son especialmente graves ya que ocasionan un verdadero cambio de sujeto deudor, y esto ocurrirá también con los acreedores de la sociedad absorbida en virtud de la fusión. La regla general del artículo 1205 del Código Civil exige que se obtenga el consentimiento del acreedor para la novación subjetiva de un crédito por cambio de deudor. El legislador, en la LME, ha preferido optar por no mantener el mecanismo del consentimiento del acreedor para variar el sujeto deudor y **lo ha sustituido por el derecho de oposición**, que en realidad se manifiesta como un derecho de reclamación de garantías.

De esta manera, se concede a los acreedores de las sociedades que participan en la modificación estructural el derecho a oponerse a la fusión hasta que se les garanticen sus créditos: bien a satisfacción del acreedor, bien hasta que se le notifique que se ha prestado fianza solidaria en favor de la sociedad por una entidad de crédito debidamente habilitada para ello, por la cuantía del crédito del acreedor y hasta tanto no prescriba su acción para exigir su cumplimiento. Este derecho puede ejercitarse en el plazo de un mes desde la publicación del último anuncio del acuerdo por el que se aprueba la escisión o segregación, o en caso de que este acuerdo se hubiera comunicado a todos los socios y acreedores por escrito, desde el envío de la comunicación al último de ellos.

5.2 La responsabilidad solidaria de las sociedades beneficiarias de la escisión/segregación

Adicionalmente, no puede perderse de vista otro mecanismo de protección que la LME pone a disposición de los acreedores de la sociedad escindida o segregada: la **responsabilidad solidaria de las sociedades beneficiarias de la escisión o segregación** hasta el importe del activo neto atribuido a cada una de ellas por virtud de la modificación estructural, **así como de la propia sociedad escindida o segregada**, por la totalidad de la obligación. Esto implica, respecto de nuestro supuesto de hecho, que en el caso de escisión o segregación de CDC existirá responsabilidad solidaria entre ésta (por la totalidad de la obligación incumplida) y NewCo (hasta el importe del activo neto que se le hubiera atribuido). Debe tenerse en cuenta que esta responsabilidad:

- Se refiere a las deudas incumplidas que se hubieran **adjudicado a la sociedad beneficiaria** de la escisión o segregación como consecuencia de estas últimas.
- Es, además, una responsabilidad **subsidiaria**: deberá primero reclamarse su cumplimiento a la sociedad beneficiaria de la escisión o segregación, para posteriormente dirigirse contra las demás sociedades responsables solidariamente.
- Tiene un **plazo de prescripción de cinco años** a contar desde la publicación de la escisión o segregación en el Boletín Oficial del Registro Mercantil (73 en relación con el art. 48 LME).

6. Diferencias entre escisión parcial y segregación

6.1 Sujeto receptor de las acciones o participaciones de la sociedad beneficiaria

El artículo 68 LME determina que existen tres clases de escisión: total (69 LME), parcial (70 LME) y segregación (71 LME). La escisión parcial y la segregación son dos especies comprendidas dentro de un mismo género: la escisión³. No obstante, nótese que la escisión puede ser tanto total como parcial; mientras, la segregación sólo podrá serlo respecto de una o varias partes del patrimonio de la sociedad segregada. Dicho de un modo más claro, puede comprenderse la segregación como una variante de la escisión parcial.

Dicho esto, la principal diferencia que existe entre escisión parcial y segregación no es otra que **el sujeto receptor de las acciones o participaciones de la sociedad beneficiaria**. De este modo:

- En el caso de la escisión parcial, serán los **socios de la sociedad escindida** los que perciban, en la proporción correspondiente, las acciones o participaciones de la sociedad beneficiaria. En nuestro caso sería ZC, socio único de CDC, quien perciba la totalidad de las participaciones sociales en que se divide el capital de NewCo.
- En el caso de la segregación, será **la propia sociedad segregada** la que perciba, en la proporción correspondiente, las acciones o participaciones de la sociedad beneficiaria. En nuestro caso sería CDC, socio único de NewCo, quien perciba la totalidad de sus participaciones.

Esto tiene una importante **consecuencia**, y es que la segregación da lugar a un distanciamiento del control y del poder de decisión de los socios de la sociedad segregada en la sociedad resultante de la segregación: se ha generado un nuevo nivel en la estructura societaria del Grupo vendedor. Dicho de un modo más claro: antes de la segregación, ZC es socio único de CDC y toma en ella las decisiones propias de la junta general al amparo del artículo 15 LSC, por lo que los administradores de CDC tenían que ajustarse a sus instrucciones, incluyendo aquellas relativas a la sección dedicada al calzado de golf; tras la segregación, NewCo se regirá por las instrucciones del que ahora es su socio único, CDC, que probablemente nombrará como administradores de NewCo a los suyos propios. El poder de decisión de ZC en NewCo queda, por lo tanto, mermado y distante. Este es un problema que quizás no haya de afectar de tal modo al Grupo Castilla, ya que la sociedad segregada -CDC- está íntegramente participada por otra sociedad del Grupo -ZC-. No obstante, este riesgo ha de seguir teniéndose en cuenta para supuestos de posibles desavenencias entre niveles de la estructura societaria del Grupo.

6.2 Otras diferencias

Debe también indicarse la existencia de una diferencia adicional que existe entre la escisión parcial y la segregación que se desenvuelve en el **ámbito contable**. De este modo:

- La escisión parcial de CDC dando lugar como resultado a la creación de NewCo implicará que CDC perderá un bloque patrimonial que no verá compensado con el mayor valor que adquieran las participaciones de NewCo como consecuencia de esa transmisión, ya que ese "mayor valor" es percibido totalmente por ZC, socio único de CDC. Incluso, de ser necesario, CDC deberá reducir el capital en la cuantía necesaria como consecuencia de la escisión. **CDC, en definitiva, se verá debilitada a efectos contables.**
- La segregación de CDC, sin embargo, resulta **menos lesiva para esta sociedad a efectos contables**. Ello es debido a que CDC, al tiempo que pierde el bloque patrimonial segregado también adquiere la totalidad de las participaciones de NewCo, que ocuparán en su patrimonio un valor muy semejante o idéntico al del bloque segregado.

³ Vid. Apartado 1.2 de la Sección A de este Informe Legal para consultar las definiciones de estas modificaciones estructurales.

7. Sobre la competencia orgánica para aprobar una modificación estructural

El órgano competente para la aprobación de una modificación estructural **es la junta general** de cada una de las sociedades que participan en ella. Así, en el caso que nos ocupa:

- Si CDC se escinde parcialmente, la escisión deberá ser acordada por la junta general de CDC -ZC, su socio único, que ejerce en CDC las funciones de la junta general (15 LSC)-. No será preciso que la junta general de NewCo -en este caso su socio único, CDC- adopte el acuerdo de escisión, puesto que se trata de una escisión en favor de una sociedad íntegramente participada (73 y 78 bis en relación con los artículos 49.1.4º y 52.1 LME).
- Si CDC se segrega, la segregación deberá ser acordada por ZC -su socio único, que ejerce las funciones de la junta general en CDC-. No será preciso que la junta general de NewCo -en este caso su socio único, CDC- adopte el acuerdo de segregación, puesto que se trata de una segregación en favor de una sociedad íntegramente participada (73 y 78 bis en relación con los artículos 49.1.4º y 52.1 LME).

Los acuerdos sobre modificaciones estructurales son una facultad del órgano soberano y decisor de la sociedad, que no es otro que su junta general -o del socio único, en su caso-. Esto lo confirma igualmente el artículo 160.g LSC. Del mismo modo, debe tenerse en cuenta que es una facultad indelegable en el órgano de administración, pues la lista de facultades de deliberación reconocidas a la junta general por el artículo 160 LSC, si bien no tiene carácter exhaustivo, sí que lo tiene imperativo.

La **excepción** la constituye el supuesto de “aportación de rama de actividad”. Como ya se apuntó anteriormente, antes de la entrada en vigor de la LME la doctrina jurídica y de la DGRN admitía la operación denominada comúnmente como “**aportación de rama de actividad**”, por cuya virtud lo que se transmite en bloque es una parte del patrimonio de una sociedad en favor de otra de nueva creación, percibiendo a cambio la totalidad de las acciones o participaciones de la sociedad beneficiaria. Ante la ausencia de regulación de esta figura, han surgido dos corrientes doctrinales:

- La primera, aquella que entiende que esta operación debe seguir siendo admitida, siguiendo los cauces de una aportación no dineraria a la sociedad de nueva creación. No le será de aplicación, por tanto, el régimen de la segregación -que es el de la escisión-.
- La segunda de ellas, que considera más prudente entender que, mientras no exista previsión legal para este tipo de operaciones, la aportación de rama de actividad debe acomodarse al régimen jurídico de la escisión (o segregación) al ser más garantista para socios y acreedores.

Incluso en esta segunda vertiente, existen autores que admiten, desde una perspectiva pragmática dirigida a facilitar los procesos de reestructuración empresarial, que estas operaciones puedan admitirse como una aportación no dineraria en favor de la sociedad de nueva creación, pero para ello señalan los siguientes condicionantes: que la rama de actividad aportada forme una clara unidad económica y no sea protagonista o esencial para la pervivencia de la sociedad aportante; que se realice previa exclusión de pasivos; que la operación quede claramente reflejada en las cuentas anuales de la sociedad aportante; y que no suponga costes excesivos sobre las empresas participantes. Estos requisitos, en principio, **parece que pueden quedar cumplidos en nuestro caso**.

Si la aportación de rama de actividad tiene lugar como una operación autónoma, ajena al régimen previsto para la escisión y la segregación, entonces será **el órgano de administración de ZC** - la sociedad aportante- **quien tome la decisión de llevarla a cabo** (aunque probablemente requiera, si la rama de actividad aportada puede ser considerada un activo esencial de la sociedad aportante, de autorización de su junta general en virtud del artículo 160.f LSC). No obstante, si podemos alcanzar esta conclusión es precisamente porque la aportación de rama de actividad así realizada no sería una modificación estructural en el sentido estricto que contempla la LME, por lo que realmente no es una verdadera excepción a la regla.

8. Plan de acción con relación a cada modo de articular la Operación

De acuerdo con todo lo expuesto hasta este momento, se expondrá ahora un plan de acción para acometer la Operación, es decir, sobre las distintas formas propuestas, viables y recomendables -según nuestro criterio- para posibilitar que el fondo de inversión participe finalmente en el 30% del Negocio Target, que son tres: la escisión parcial, la segregación y la aportación de rama de actividad. Para ello, se proporcionará un cuadro ilustrativo para cada una de las alternativas en análisis, que servirá de base para describir sumariamente el proceso para llevar a efecto la operación en cada caso.

8.1 Escisión parcial

En primer lugar, nos ocuparemos de la **escisión parcial**. Véase, junto con la información que ahora se verterá, el cuadro ilustrativo unido al presente escrito como **Anexo I**.

Comencemos mediante la referencia al **Paso 1** del Anexo I, que ilustra la estructura actual del Grupo en lo que a la Operación respecta. Vemos cómo ZC, sociedad anónima, es titular del 100% de las participaciones sociales en que se divide el capital social de CDC. Esta sociedad, a su vez, incluye entre sus activos aquellos que constituyen la unidad productiva destinada al Negocio Target. Adviértase que, en este momento, la sección dedicada a la elaboración de calzado de golf no tiene personalidad jurídica propia, sino que sólo es parte de la masa patrimonial de CDC, aunque sí posea las características de una unidad productiva en sí misma considerada.

Por su parte, el **Paso 2** del Anexo I se ocupa de describir la apariencia de la estructura de este Grupo tras la escisión parcial de CDC. Como puede verse, aquella parte del patrimonio de CDC dedicada al Negocio Target será transmitida en bloque y por sucesión universal a NewCo, una sociedad limitada de nueva creación. La totalidad de las participaciones de NewCo serán asumidas por ZC, socio único de CDC, de acuerdo con el artículo 70.1 LME. Para llevar a cabo esta escisión será necesario⁴:

- Elaboración de un **proyecto de escisión** por los administradores de CDC. En este proyecto de escisión no será preciso incluir las menciones 2ª, 6ª, 9ª y 10ª del artículo 31 LME, dado a que se trata de la escisión de CDC, una sociedad íntegramente participada por ZC. No será necesaria la elaboración de un balance de escisión. Tampoco será preciso el informe de los administradores sobre el proyecto de escisión, la aprobación del acuerdo de escisión por NewCo (que es la sociedad resultante de una escisión, constituida en su virtud), ni el informe de expertos independientes sobre el proyecto de escisión. Todo ello, en virtud de los artículos 78 bis y 73 en relación con el 42, 49 y 52.1 LME.
- No será preciso insertar en la página web de la sociedad o, si no tuviera, poner a disposición de los socios, obligacionistas y titulares de derechos especiales los documentos enumerados en el artículo 39 LME, entre ellos el proyecto de fusión, el balance de fusión y las cuentas anuales de los tres últimos ejercicios (artículo 42 LME). Sí que será necesario proporcionar a los **representantes de los trabajadores** (o directamente a éstos sin no existieran representantes) toda la información prevista en el artículo 44.6 del ET.
- **Decisión del socio único de CDC** -es decir, ZC- aprobando la escisión parcial. No será necesaria la convocatoria de junta general ni su publicación, pues CDC es una sociedad unipersonal y también por aplicación del artículo 42 LME. Esta decisión se publicará en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en uno de los diarios de gran circulación en la provincia en que CDC tenga su domicilio. No será preciso que la junta general de NewCo -en este caso su socio único, CDC- adopte el acuerdo de escisión,

⁴ Téngase en cuenta que los artículos de la LME que serán citados a continuación, referidos a la fusión, son aplicables a la escisión parcial por remisión del artículo 73 LME.

puesto que se trata de la escisión en favor de una sociedad íntegramente participada (73 y 78 bis en relación con los artículos 49.1.4º y 52.1 LME).

- Será preciso **esperar un mes** desde la publicación del anuncio de escisión para que los acreedores, en su caso, ejerciten su **derecho de oposición** ex artículo 44 LME.
- Transcurrido el anterior plazo, se elevará la decisión del socio único de CDC -ZC- aprobando la escisión parcial a **escritura pública** (45 LME), que deberá incorporar las menciones necesarias para la constitución de NewCo (entre estos requisitos, será necesario acreditar el desembolso de, al menos, los 3.000 € de capital social mínimo para la constitución de una S.L.). Esta escritura se presentará a **inscripción en el Registro Mercantil** correspondiente (46 LME).

Ejecutada e inscrita la escisión parcial, será posible proceder al **Paso 3** del Anexo I, que describe, en definitiva, la operación de adquisición por parte del fondo de inversión y su funcionamiento. Este Paso 3 requerirá que se lleven a cabo las siguientes actuaciones:

- Será preciso haber suscrito entre ZC y la SPV (indirectamente, el fondo de inversión) el correspondiente **acuerdo de socios**, que regule la relación entre ellos en NewCo, la organización y el funcionamiento de ésta, y demás pactos, derechos y obligaciones que las partes deseen incluir. El acuerdo de socios deberá haber sido suscrito entre las partes con anterioridad a la ejecución de la escisión parcial. Respecto de su contenido, nos remitimos a lo que será expuesto en el siguiente apartado de este escrito.
- ZC deberá proceder a la suscripción, con la SPV, de un **contrato de compraventa** del 30% de las participaciones sociales de NewCo. Esta compraventa deberá ser elevada a escritura pública, y la transmisión de las participaciones deberá hacerse constar en el Libro-Registro de Socios de la NewCo.
- Otra opción, será llevar a cabo un **aumento del capital de NewCo** para permitir la entrada de la SPV, de modo que ésta pase a ostentar un 30% del capital en NewCo. La asunción de las nuevas participaciones creadas deberá hacerse mediante el desembolso adicional de la oportuna prima de asunción. El aumento de capital requiere de un informe de los administradores y la oportuna modificación de los estatutos sociales, deberá elevarse a escritura pública, y finalmente inscribirse en el Registro Mercantil.
- La adquisición de las participaciones de NewCo por parte de la SPV (e indirectamente, por el fondo de inversión) se realizará, probablemente, mediando **financiación externa**. En este caso, la financiación será recibida por la SPV, que podrá dar en garantía del préstamo bancario percibido sus propias participaciones sociales. También será posible otorgar otro tipo de garantías tanto por la SPV (como prendas sobre créditos) o por el fondo de inversión (prendas sobre participaciones de otras sociedades o préstamos participativos a la SPV).

8.2 Segregación

En segundo lugar, debemos analizar **la segregación de CDC**. Véase, junto con la información que ahora se verterá, el cuadro ilustrativo unido al presente escrito como **Anexo II**.

Respecto de la segregación, debido a la semejanza que guarda en múltiples aspectos con la escisión parcial, nos limitamos a señalar las siguientes diferencias (siendo el procedimiento, por lo demás, igual al señalado para la escisión parcial):

- En este caso será CDC quien asume la totalidad de las participaciones de NewCo, por lo que **sólo es preciso que el acuerdo de segregación sea adoptado por su socio único -ZC-**. No será preciso que la junta general de NewCo -en este caso su socio único, CDC- adopte el acuerdo de segregación, puesto que se trata de una segregación en favor de una sociedad íntegramente participada (73 y 78 bis en relación con los artículos 49.1.4º y 52.1 LME).

- Será CDC quien suscriba con la SPV el oportuno acuerdo de socios.
- Del mismo modo, será CDC quien deba vender a la SPV el 30% de las participaciones en que se divide el capital de NewCo.

8.3 La aportación de rama de actividad

La tercera y última alternativa que es preciso analizar es la de **la aportación de rama de actividad** en favor de NewCo. Véase, junto con la información que ahora se verterá, el cuadro ilustrativo que se une al presente escrito como **Anexo III**.

El **Paso I** del Anexo III muestra, al igual que ocurría en el caso del Anexo I (escisión parcial), la estructura actual del Grupo en lo que a la Operación respecta. Nos remitimos a lo explicado sobre ello anteriormente.

Posteriormente, el **Paso II** del Anexo III hace referencia a realización efectiva de la aportación de rama de actividad. De este modo, y tal y como ya quedó explicado anteriormente, el conjunto de activos que constituyen el Negocio Target serán transmitidos por CDC, en forma de aportación no dineraria, al capital de NewCo. Para ello, será preciso:

- Primero, CDC deberá proceder a la **constitución en escritura pública de NewCo** a través del procedimiento ordinario previsto para la constitución de una sociedad limitada. En la constitución, la rama de actividad constitutiva del Negocio Target será aportada al capital de NewCo mediante una aportación no dineraria. La escritura pública deberá inscribirse en el Registro Mercantil.
- Al tratarse de una **aportación no dineraria** al capital de NewCo, y siendo la sociedad aportante una sociedad limitada, no será obligatorio el informe de experto independiente sobre la valoración de la aportación, pero CDC será responsable frente a los demás socios y los acreedores de la realidad de esta aportación y del valor que se le haya atribuido en la escritura de constitución (73 LSC). Será posible elaborar un informe de experto independiente para excluir este régimen de responsabilidad (76 LSC).

El **Paso 3** del Anexo III describe precisamente la operación de adquisición por parte del fondo de inversión y su funcionamiento. Así, esta operación requiere:

- Desde luego, será preciso que entre CDC y la SPV (indirectamente, el fondo de inversión) se suscriba el oportuno **acuerdo de socios**. Este acuerdo deberá haber sido suscrito con anterioridad a la realización de la aportación de rama de actividad de CDC en favor de NewCo.
- La suscripción, entre CDC y la SPV de un **contrato de compraventa** del 30% de las participaciones de NewCo. Esta compraventa deberá ser elevada a escritura pública, y la transmisión de las participaciones deberá hacerse contar en el Libro-Registro de Socios de la NewCo.
- Otra opción, será llevar a cabo un **aumento del capital de NewCo** para permitir la entrada de la SPV, de modo que ésta pase a ostentar un 30% del capital en NewCo. La asunción de las nuevas participaciones creadas deberá hacerse mediante el desembolso adicional de la oportuna prima de asunción. El aumento de capital requiere de un informe de los administradores y la oportuna modificación de los estatutos sociales, deberá elevarse a escritura pública, y finalmente inscribirse en el Registro Mercantil.
- La adquisición de las participaciones de NewCo por parte de la SPV (e indirectamente, por el fondo de inversión) se realizará, probablemente, mediando **financiación externa**. Nos remitimos, respecto de las garantías que podrán constituir la SPV y el fondo de inversión en favor de la entidad financiadora, a lo ya dicho anteriormente al analizar la escisión parcial.

9. Contenido recomendado del acuerdo de socios relativo a NewCo

Finalmente, es preciso abordar cuáles serán los términos en los que deberán articularse las relaciones entre las partes de la Operación: el Grupo vendedor, por un lado (sea ZC o CDC la parte vendedora), y el fondo de inversión (a través de la SPV). Ello deberá quedar plasmado en un **acuerdo de socios** que regule las relaciones entre ellos en la sociedad objeto de la Operación –NewCo-, así como el funcionamiento y la organización de ésta y los demás derechos, obligaciones y pactos que las partes deseen incluir en él (en adelante, el “**Acuerdo de Socios**”).

9.1 Fijación del marco del Acuerdo de Socios

La perspectiva según la cual determinaremos el contenido recomendado del acuerdo se caracteriza por lo siguiente: por un lado, **asesoraremos a la parte compradora**, el fondo que inversión que actúa a través de la SPV; por otro lado, es necesario restringir nuestras recomendaciones y enfocarlas respecto de alguna de las tres alternativas anteriormente planteadas para llevar a cabo la Operación. A este último respecto, consideramos que la más apropiada es la llamada “**aportación de rama de actividad**”. Justifiquemos brevemente las razones de esta última afirmación:

- La escisión parcial y la segregación, siendo alternativas en principio perfectamente viables, presentan mayores riesgos que la aportación de rama de actividad en el ámbito penal, pues aquellas implicarán sin duda la sucesión de NewCo en la eventual responsabilidad penal de CDC, aunque sea parcialmente.
- Desde una perspectiva laboral, escisión parcial, segregación y aportación de rama de actividad comportan el mismo nivel de riesgo, ya que los efectos de la sucesión de empresa en un sentido laboral quedarán restringidos a la unidad patrimonial constitutiva del Negocio Target.
- Desde una perspectiva contable, la segregación y la aportación de rama de actividad tienen un efecto menos lesivo para el patrimonio de CDC que la escisión parcial, teniendo en cuenta que ésta podría implicar incluso la reducción del capital de la sociedad escindida.
- La aportación de rama de actividad podrá realizarse mediante un procedimiento presumiblemente menos costoso y más ágil en el tiempo que la escisión parcial y la segregación, ya que éstas dos últimas alternativas deben seguir el cauce legal previsto en la LME. Precisamente, de no ajustarse la Operación a la LME tampoco serán aplicables mecanismos de garantía como el derecho de oposición de los acreedores (que podría implicar la obligación de prestarles garantía) ni la responsabilidad solidaria de las sociedades beneficiarias por las deudas de la sociedad escindida o segregada. Esto, muy probablemente, sea de gran interés para la parte compradora.

Por lo tanto, siendo las tres alternativas en estudio viables desde un punto de vista societario, en nuestro caso es finalmente la **aportación de rama de actividad** la que se presenta no sólo como una opción ajustada a los intereses de las partes, sino también como la más segura en términos de los riesgos penales y laborales que amenazan la Operación, así como la más ágil y menos costosa, e igualmente la más flexible y sensible a los intereses de la parte compradora.

9.2 Recomendaciones sobre el contenido del Acuerdo de Socios

Dicho esto, pasaremos a exponer los principales aspectos y cuestiones que deberán negociarse e intentar ser introducidos por nuestro cliente en el **Acuerdo de Socios**.

Así, en primer lugar, es preciso fijar **las partes firmantes** en el Acuerdo de Socios de NewCo: CDC, por un lado, y la SPV, por otro (los “**Socios**”); pues estas dos entidades serán los socios de NewCo tras la aportación de rama de actividad en su favor y la entrada de la SPV en su capital.

Identificadas las partes del Acuerdo de Socios, después será preciso identificar en él **las líneas generales que describan la Operación**, que serán las que siguen:

- CDC deberá constituir una nueva sociedad: NewCo, cuyo capital esté integrado por la aportación (no dineraria) que realice CDC de la rama de actividad constitutiva del Negocio Target. Deberán ser tenidas en cuenta, al respecto, las normas relativas a la valoración de las aportaciones no dinerarias y a la responsabilidad del aportante en las sociedades limitadas. El 100% de las participaciones de NewCo serán de titularidad de CDC.
- Posteriormente, deberá suscribirse con la SPV el oportuno contrato de compraventa por el que CDC venda a la SPV el 30% de las participaciones sociales de NewCo. Otra opción sería que el socio único de NewCo -CDC- decida efectuar un aumento del capital de esta sociedad cuyas características permitan que el fondo de inversión inyecte en ella, a través de la SPV, el capital que desee invertir y sólo asuma el 30% de las participaciones de NewCo. Ello implicará la creación de nuevas participaciones con prima, que deberá desembolsar adicionalmente la SPV para equilibrar el peso de ambos socios respecto del valor contable de las participaciones sociales.

De acuerdo con estas líneas generales, los **principales pactos, derechos u obligaciones que recomendamos incluir** en el Acuerdo de Socios son las que siguen:

- En primer lugar, consideramos de gran importancia incluir una cláusula que otorgue un **carácter vinculante** al Acuerdo de Socios. En su virtud, las controversias que existan entre los estatutos sociales de NewCo y el Acuerdo de Socios se saldarán en favor de este último. Del mismo modo, los Socios se comprometen a trasladar, en la medida en que sea legalmente posible, el contenido del Acuerdo de Socios a los estatutos sociales de NewCo.
- Deberá preverse que la adquisición, por parte de la SPV, del 30% de las participaciones de NewCo estará condicionada a un **previo procedimiento de due diligence**. Este proceso irá encaminado a determinar las posibles incidencias o factores, de carácter societario, administrativo, laboral, fiscal o litigioso, que puedan afectar al precio de la Operación y a los pactos sobre *manifestaciones y garantías* que las partes puedan incluir en el contrato de compraventa de participaciones sociales. Esto es de gran relevancia para nuestro cliente, parte compradora, teniendo en cuenta que existe un proceso penal iniciado contra CDC, otro administrativo-sancionador (en suspenso), subvenciones, y quizás otras incidencias de interés.
- Por otro lado, será esencial regular en el Acuerdo de Socios el **funcionamiento de los órganos de gobierno** de NewCo: la junta general y el órgano de administración.
 - o Por cuanto respecta a la **junta general**, y teniendo en cuenta que nuestro cliente será el socio minoritario, será imprescindible determinar las llamadas "**materias reservadas**", es decir, materias respecto de las que la adopción de acuerdos requiera el voto favorable de ambas partes, reforzando así la posición de nuestro cliente en la toma de decisiones de gran relevancia en NewCo. Teniendo en cuenta que la LSC prohíbe, en su artículo 200, que los estatutos de una sociedad limitada puedan exigir la unanimidad para la toma de ciertos acuerdos, será recomendable sustituir la necesidad del voto favorable de nuestro cliente por un **porcentaje de mayoría cualificado**, como podría ser el 85%, asegurando así que los acuerdos sobre materias reservadas precisen del voto favorable de nuestro cliente al tiempo que se elude la prohibición legal. Esta previsión será, por tanto, trasladable a los estatutos.
 - o Respecto del **órgano de administración**, será complicado que el vendedor acceda a que tal órgano se configure a través de dos administradores mancomunados o dos solidarios, ya que pretenderá que su posición de dominancia en el capital se refleje de igual modo en el órgano de gestión y representación de NewCo. La mejor solución se encuentra en la figura del

consejo de administración. Recomendamos que esté compuesto por **tres miembros**, dos de ellos designados por CDC y el restante por la SPV. De este modo se adecúa la participación de cada socio en el capital y su representación en el consejo. No obstante, del mismo modo que ocurría con la junta general, será preciso prever una serie de “**materias reservadas**” del consejo de administración, respecto de las cuales será preciso el voto favorable de, al menos, un consejero nombrado por la SPV.

- Teniendo en cuenta la naturaleza de la actividad de nuestro cliente, es más que probable que prevea desinvertir en un futuro próximo vendiendo su participación en NewCo a un tercero. No obstante, es el Grupo vendedor el que tiene experiencia en el sector y en la gestión del Negocio Target, por lo que es prudente encomendar la gestión ordinaria de NewCo a alguno de los consejeros nombrados por CDC, **designándole consejero delegado** (siendo posible pactar limitaciones a esta delegación, además de las ya previstas legalmente). En relación con ello, interesa también que la gestión encomendada a la parte vendedora sea lo más eficiente y adecuada posible, ya que de ello dependerá el mayor beneficio que, cuando desinvierta, pueda obtener nuestro cliente. Por ello, también entendemos conveniente incluir una cláusula que regule en favor del vendedor una **retribución variable adicional** condicionada a que la rentabilidad neta obtenida por el cliente tras la desinversión alcance ciertos niveles. Junto con ello, y si se considera oportuno, un programa de incentivos en favor de los consejeros de la contraparte también podría impulsarles a llevar la gestión de la sociedad de la mejor manera posible.
- Estimo conveniente pactar con carácter expreso que, tras la aportación de rama de actividad en favor de NewCo, **CDC suscriba de nuevo un contrato laboral con D. Alfredo Castilla**. Este pacto será trasladado como **condición suspensiva** al contrato de compraventa de participaciones de NewCo, de modo que mientras permanezca incumplida este contrato no desplegará sus efectos. Esto se prevé para evitar o mitigar el riesgo de que D. Alfredo Castilla pueda ejercitar su derecho conforme al artículo 44 ET (cuestión antes analizada).
- También resulta esencial regular con detalle el **régimen de transmisión de las participaciones sociales**, sobre todo teniendo en cuenta que la entrada del fondo de inversión (a través de la SPV) en el capital de NewCo tiene una naturaleza temporal, caracterizada por su intención de desinvertir en un futuro. Es posible y recomendable prever:
 - Un periodo de tiempo durante el cual la **transmisión de las participaciones se encuentre prohibida**.
 - Una serie de supuestos en los que la **transmisión sea libre**. Así, en beneficio de nuestro cliente puede resultar conveniente incluir, entre ellos, supuestos como la transmisión libre en favor de: sociedades del Grupo de la SPV; fondos, entidades o vehículos de inversión gestionados, asesorados o controlados por nuestro cliente; y cualesquiera vehículos o entidades de inversión controlados por los fondos, entidades o vehículos anteriores.
 - Un **derecho de adquisición preferente**, para el caso de que alguno de los Socios pretenda transmitir participaciones de su titularidad en NewCo, así como los supuestos y las condiciones para su ejercicio. Entre los supuestos que habiliten su ejercicio no deben dejar de ser previstas las transmisiones forzosas, mortis causa y transmisiones indirectas.
 - Un **derecho de acompañamiento**. De este modo, en el caso de que CDC reciba de un tercero una oferta para transmitirle la totalidad de sus participaciones en NewCo o un porcentaje que le haga perder el control en esta sociedad, la SPV tendrá derecho a ofrecer al tercer adquirente la adquisición de todas o parte de las participaciones de su titularidad, si así le interesa.

- Un **derecho de arrastre**. Es la contrapartida del anterior derecho: en el caso de que CDC reciba de un tercero una oferta para transmitirle la totalidad de sus participaciones en NewCo o un porcentaje que le haga perder el control en esta sociedad, tendrá derecho a obligar a la SPV a transmitir, junto con CDC, la totalidad o parte de las participaciones de su titularidad, según el caso. La previsión de este derecho, presumiblemente, no será de interés para nuestro cliente, por lo que deberá negociarse su inexistencia o, de ser rechazada esta propuesta, la ausencia tanto del derecho de arrastre como el de acompañamiento.
 - Una **opción de compra**. En virtud de ella, podría reconocerse en favor de la SPV el derecho de adquirir la totalidad o parte de las participaciones sociales, por un precio previamente determinado o determinable, en el caso de concurrir ciertas circunstancias como el incumplimiento de los deberes como administradores o la comisión de ciertos delitos por parte de los consejeros nombrados por CDC, el cese voluntario y unilateral en la condición de consejero delegado antes de un determinado momento, etc. Desde luego, la contraparte pretenderá incluir en el Acuerdo de Socios un derecho recíproco en su favor, que nuestro cliente podrá aceptar.
- También sería conveniente anexar un **plan de negocio y un presupuesto anual** acordado entre las partes que diseñe las líneas generales de actuación y gestión de la sociedad en los años venideros, e incluir una cláusula previendo la sujeción de los Socios al mismo.
 - Finalmente, también sería conveniente prever una **obligación de no competencia** que pese sobre ambas partes, de modo que ninguna de ellas pueda competir con NewCo, directa o indirectamente, en los territorios en los que ésta desarrolle en cada momento las actividades que conformen su negocio. También deberán preverse las consecuencias de su incumplimiento.
 - Finalmente, no deja de ser necesario incluir en el Acuerdo de Socios cuestiones como la cláusula de **confidencialidad**, la cláusula de **gastos** o el régimen de **cesión** de los derechos y obligaciones que de él se derivan.

SECCIÓN B

1. Requisitos para la exclusión del derecho de suscripción preferente de acciones y consecuencias de su omisión

1.1 Introducción: sobre las sociedades anónimas cotizadas

Antes de dar comienzo al tratamiento de las cuestiones planteadas, es preciso advertir sobre una circunstancia concreta: la sociedad cuyas acciones son objeto de adquisición -esto es, ZC- **es una sociedad cotizada**. Una sociedad cotizada puede definirse como aquella sociedad anónima cuyas acciones se encuentran admitidas a cotización en un mercado regulado español. Su regulación básica se encuentra en el Título XIV de la LSC (artículos 495 y siguientes), pero también se encuentran reguladas cuestiones esenciales de su funcionamiento en otras normas legales como: el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (en adelante, “**LMV**”) o el Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea (en adelante, “**RDMV**”).

El **régimen jurídico de las sociedades cotizadas** quedará determinado, en sus aspectos societarios específicos, por los artículos 495 y siguientes de la LSC y, en lo no previsto en ellos, por las normas generales que rigen las sociedades anónimas (por remisión expresa del artículo 495.2 LSC). Resulta esencial advertir en este momento de que muchos de los artículos de la LSC que trataremos en la presente Sección B, referidos a las sociedades cotizadas, han sido recientemente modificados en virtud de la Ley 5/2021, de 12 de abril, en vigor desde el 3 de mayo de 2021. El análisis subsiguiente no perderá de vista la mencionada modificación.

1.2 Sobre la exclusión del derecho de suscripción preferente en las sociedades cotizadas

En el supuesto planteado se proyecta la adquisición del 25% de las acciones de una sociedad cotizada que, interesada en que esta adquisición tenga lugar, **pretende excluir el derecho de suscripción preferente del que son titulares sus accionistas** en virtud del artículo 304 de la LSC, siempre que concurren los requisitos en él previstos. Estos requisitos (básicamente consistentes en que se trate de un aumento de capital mediante emisión de nuevas acciones con cargo a aportaciones dinerarias) se cumplen en el caso que nos incumbe.

La supresión o limitación del derecho de suscripción preferente es una de las **competencias atribuidas expresamente a la deliberación de la junta general** de la sociedad, en virtud del artículo 160.e) y 308.1 LSC. Ahora bien, esta exclusión queda sujeta a ciertos requisitos legales.

La exclusión del derecho de suscripción preferente cuenta con **regulación especial** en el caso de las sociedades anónimas cotizadas, contenida en los **artículos 504 y siguientes LSC**. De acuerdo con el primero de estos artículos, los requisitos para esta exclusión dependen, en primer lugar, de que la propuesta de emisión de acciones elevada por los administradores alcance o no el importe del 20% del capital. En el supuesto planteado se pretende adquirir el 25%, por lo que según el tenor de este artículo el primer requisito será **la elaboración de un informe de experto independiente** que cumpla con lo previsto en el artículo 308.2.a) LSC. Según este último precepto, dicho informe deberá determinar el valor razonable de las acciones de la sociedad, el valor teórico del derecho de preferencia cuyo ejercicio se pretende suprimir y la razonabilidad de los datos contenidos en el informe de los administradores.

Como puede observarse, este último inciso aclara que también en el caso de las sociedades cotizadas, y junto al informe de experto independiente, **deberá ser elaborado un informe por los administradores** que especifique: el valor de las acciones de la sociedad, la propuesta de supresión del derecho de suscripción preferente y la contraprestación a satisfacer por las nuevas acciones con identificación de las personas a quienes hayan de atribuirse (504.2 en relación con 308.2.a LSC).

La propia redacción del artículo 504 LSC nos permite deducir (cuando menciona la propuesta de emisión de acciones por los administradores) que **también deberán ser cumplidos los demás requisitos previstos con carácter general en el artículo 308 LSC** para la exclusión del derecho de suscripción preferente, que son:

- En la **convocatoria** de la junta deberá hacerse constar: la propuesta de supresión del derecho, el tipo de emisión de las nuevas acciones y el derecho de los accionistas a examinar en el domicilio social el informe o los informes a que nos hemos referido anteriormente, así como a pedir la entrega o envío gratuito de dichos documentos.
- El **valor nominal** de las nuevas acciones más, en su caso, el importe de la prima, que deberá corresponderse con el valor que resulte del informe del experto independiente. Este requisito lo confirma el art. 504.2 LSC.

Debe tenerse en cuenta que, para el caso de operaciones que superen el 20% del capital (como lo es el caso que nos incumbe), **se presume legalmente que el valor razonable de las acciones es el valor de mercado**, establecido por referencia a la **cotización bursátil** siempre que no sea inferior en más de un 10% al precio de dicha cotización. Los administradores, no obstante, podrán justificar otra cosa aportando el oportuno informe de experto independiente (504.3 LSC).

Cumplidos todos estos requisitos, no debe olvidarse que la decisión sobre la supresión o limitación del derecho de suscripción preferente es **competencia de la junta general** de la sociedad, como advertimos anteriormente. Es preciso, por lo tanto, un **acuerdo de la junta** para excluir este derecho, que deberá por su parte cumplir ciertos **requisitos**:

- En primer lugar, previa **convocatoria de la junta general**. Además de los requisitos específicos ya señalados anteriormente respecto de la convocatoria, es preciso advertir que, en el caso de las sociedades cotizadas, el artículo 515 LSC prevé que el plazo de antelación mínima de la convocatoria pueda ser tan sólo de quince días cuando se ofrezcan a todos los accionistas medios efectivos para votar por medios electrónicos. La convocatoria deberá publicarse, al menos, en el Boletín Oficial del Registro Mercantil, en la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (“**CNMV**”) y en la página web de la sociedad (516 LSC). La convocatoria deberá contener, además de la información general descrita en el artículo 174 LSC, las menciones específicas contempladas en el artículo 517 LSC.
- Con carácter previo a la junta, la sociedad deberá **publicar de forma ininterrumpida en su página web** la información detallada en el artículo 518 LSC, entre la que se encuentran los informes de administradores, auditores y expertos independientes.
- También debe recordarse que el acuerdo sobre la exclusión del derecho de suscripción preferente **acompañará a un acuerdo sobre el aumento del capital mediante la emisión de nuevas acciones**. Este acuerdo deberá adoptarse por la junta general con los requisitos establecidos para la modificación de los estatutos sociales (296.1 LSC). Precisamente, ello implicará tener en cuenta y cumplir respecto de este acuerdo los requisitos establecidos al respecto en los artículos 285 y siguientes LSC. Entre ellos, el artículo 286 prevé que los administradores deberán redactar el texto íntegro de la modificación que proponen (el aumento del capital social) y un informe escrito con justificación de la misma. Precisamente en este informe los administradores deberán señalar el **plazo para el ejercicio del derecho de suscripción preferente**, ya que en ellos recae esta competencia de acuerdo con el artículo 305.1 y 503 LSC. Este plazo no podrá ser inferior a catorce días desde la publicación del anuncio de la oferta de suscripción de la nueva emisión en el Boletín Oficial del Registro Mercantil (503 LSC)
- Que esta **exclusión sea exigida por el interés social** (308.1 LSC). La interpretación acerca de qué debe entenderse por interés social a estos efectos no ha alcanzado ninguna conclusión firme, siendo una cuestión muy debatida doctrinalmente. En la práctica, la determinación de si este acuerdo obedece o no al interés social implica el análisis de las circunstancias concurrentes en cada sociedad, lo que finalmente suele

encontrar reflejo práctico simplemente en una exposición de los motivos que hacen preferible la entrada de un tercero no socio (en nuestro caso, razones estratégicas, necesidades de financiación, etc.).

- Por último, que se alcance el **quorum y la mayoría necesaria** en la junta. Para la adopción de este acuerdo el artículo 194.1 LSC exige un quorum del 50% del capital suscrito con derecho de voto en primera convocatoria, reduciéndose al 25% en segunda convocatoria. Por otro lado, el artículo 201.2 LSC exige, para la adopción de este acuerdo, que se alcance la mayoría absoluta si el capital presente o representado supera el 50%; en segunda convocatoria, si el capital presente o representado supera el 25% pero no alcanza el 50%, se requiere el voto favorable de las dos terceras partes del capital concurrente.

Alcanzado el acuerdo de emisión de nuevas acciones con exclusión del derecho de suscripción preferente, esta circunstancia **deberá ser comunicada como información regulada a la CNMV**. Actualmente, la LMV distingue en sus artículos 226 y 227 entre *información privilegiada* y *otra información relevante*, como categorías dentro de otra más amplia: la información regulada. La diferencia entre ambas estriba básicamente (y teniendo en cuenta a este respecto los artículos 17 y siguientes del Reglamento 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014) en que la *información privilegiada* se refiere a datos que pudieran afectar al precio de las acciones, mientras que la *otra información relevante* serán aquellos datos que no afecten al precio de la acción pero que sean de obligada publicación por disposición legal o de interés para los inversores. En consecuencia, estimo oportuno que tanto la emisión de nuevas acciones como consecuencia del proyectado aumento de capital de ZC como la exclusión del derecho de suscripción preferente son datos que **deberán ser comunicados a la CNMV como información privilegiada**.

1.3 Consecuencias de la omisión de los requisitos

Finalmente, también es procedente señalar cuáles son las **consecuencias de incumplir los requisitos** descritos para la exclusión del derecho de suscripción preferente:

- Así, en primer lugar, queda abierta la posibilidad de **impugnar el acuerdo social**, ya sea por ser contrario al interés social (204.1 LSC) o por incumplimiento de requisitos esenciales de constitución del órgano u otras infracciones procedimentales de carácter relevante (204.3.a LSC).
- Por otro lado, ciertos de los requisitos antes descritos constituyen obligaciones para los administradores de la sociedad cotizada, por lo que su incumplimiento también permitiría **exigir de ellos la correspondiente responsabilidad social** por el procedimiento previsto en los artículos 236 y siguientes LSC.
- Finalmente, el incumplimiento de estos requisitos podría suponer una **infracción sancionable por la CNMV**, en virtud de la facultad sancionadora que se le reconoce en Título VIII de la LMV. La sanción tendrá **naturaleza administrativa**, correspondiendo a la CNMV la competencia para la incoación e instrucción de los expedientes sancionadores, así como la imposición de la sanción que estime aplicable al caso.

2. Sobre la competencia orgánica para acordar la exclusión del derecho de suscripción preferente en el caso de las sociedades cotizadas

2.1 Introducción: regla general respecto de las sociedades anónimas no cotizadas

Tal y como fue advertido con anterioridad, la regla general señala a la junta de la sociedad como órgano competente para acordar la exclusión del derecho de suscripción preferente de acciones.

En el caso de las **sociedades anónimas no cotizadas esta regla no tiene prevista excepción alguna**. Los artículos 304 y siguientes LSC y, en particular, el artículo 308 sólo contemplan la posibilidad de que el acuerdo en cuestión pueda ser adoptado por la junta general.

Esto a su vez lo confirmaría la redacción del artículo 297, regulador del denominado “**capital autorizado**”, que permite que la junta general de la sociedad anónima pueda delegar en el órgano de administración determinadas facultades concernientes a aspectos concretos de un aumento de capital previamente acordado y delimitado en sus líneas generales por la junta.

Entre las facultades que pueden ser delegadas al órgano de administración en virtud del artículo 297 LSC, no se encuentra mencionada expresamente la exclusión del derecho de suscripción preferente. Por otro lado, si bien el artículo 297.1.a LSC prevé que se podrá delegar en el órgano de administración que fije las condiciones del aumento de capital *en todo lo no previsto en el acuerdo de la junta*, existe casi unanimidad doctrinal al entender que las condiciones delegables en el órgano de administración en virtud de este inciso de cierre no incluyen:

- los aspectos esenciales y necesarios del aumento -entre ellos, la cuantía o el valor nominal de las nuevas acciones-; y
- otras condiciones del aumento que, por expreso mandato legal, deben ser determinados por la junta general -como lo es, precisamente, la exclusión del derecho de suscripción preferente-.

2.2 Regla especial: el caso de las sociedades anónimas cotizadas

El caso de las **sociedades anónimas cotizadas**, sin embargo, es distinto. Siendo, de nuevo como regla general, la junta el órgano competente para adoptar este acuerdo, lo cierto es que respecto de las sociedades anónimas cotizadas queda permitido, de forma expresa, que **la delegación** en que consiste el mecanismo del capital autorizado **incluya ciertas facultades relativas a la exclusión del derecho de suscripción preferente**, respetándose siempre ciertos límites.

Así, podemos observar en primer lugar que el **artículo 505 LSC** prevé que, aun cuando el acuerdo de aumento de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente haya sido adoptado por la junta general, ésta pueda delegar en el órgano de administración la fijación de la fecha, el precio y demás condiciones de la emisión. La determinación del precio de emisión por parte del órgano de administración podrá hacerse directamente o mediante el diseño de un procedimiento que permita determinarlo, siempre que sea adecuado para asegurar que el precio de emisión se corresponda con el valor razonable.

No obstante, la mencionada delegación no se limita a lo expuesto, pues el **artículo 506 LSC** lleva esta posibilidad más allá. Este precepto, que hace referencia al mecanismo del “capital autorizado”, confirma que tal mecanismo sea aplicable también a las sociedades anónimas cotizadas y **extiende el ámbito de facultades delegables en el órgano de administración**, reconociendo expresamente como delegable la facultad de **acordar la exclusión del derecho de suscripción preferente**. No obstante, esta delegación deberá cumplir ciertos requisitos y respetar determinados límites que el propio artículo señala:

- Por un lado, reitera de nuevo la necesidad de que la decisión para excluir el derecho de suscripción preferente, que en este caso ha de tomarla el órgano de administración, obedezca al **interés de la sociedad**. Respecto de esta cuestión, nos remitimos a lo

expuesto en el apartado anterior de esta misma Sección. De acuerdo con el artículo 495.2 LSC, y salvo por las particularidades que posteriormente serán señaladas, los **demás requisitos y limitaciones al capital autorizado** serán los señalados en el antedicho artículo 297 LSC, y también deberán quedar cumplidos.

- La delegación para aumentar el capital con exclusión del derecho de suscripción preferente **no podrá referirse a más del 20% del capital de la sociedad** en el momento de la autorización (artículo 506.1 último inciso LSC). Esta es una limitación introducida recientemente mediante la Ley 5/2021, de 12 de abril. Al mismo tiempo, esta limitación resulta **inconveniente para el supuesto en estudio**, pues el objeto proyectado de adquisición es el 25% del capital de ZC. Respecto de aquella diferencia del 5% del capital no podrá ser excluido el derecho de suscripción preferente por acuerdo del consejo de administración.
- El **anuncio de la convocatoria** de la junta general que haya de acordar sobre esta clase de delegación deberá **mencionar expresamente la intención de llevar a cabo la autorización para la exclusión del derecho de suscripción preferente** (506.2 LSC).
- Los administradores deberán elaborar un **informe que justifique la propuesta de delegación** de tal facultad, que deberá quedar a disposición de los accionistas desde el momento de la convocatoria (506.2 LSC).
- Al mismo tiempo, deberán ser cumplidos los requisitos que, con carácter general, se imponen para la exclusión del derecho de suscripción preferente, antes analizados y contenidos fundamentalmente en los artículos 504 y 308 LSC. En relación con ellos, será igualmente necesario que **los administradores elaboren el oportuno informe** que deberá acompañar al acuerdo del aumento (506.3 LSC, con el contenido previsto en el artículo 308.2.a LSC, anteriormente descrito). El informe de los administradores será puesto a disposición de los accionistas y comunicado a la primera junta general que se celebre tras acordar el aumento (506.4 LSC).
- Por su parte, **el informe de experto independiente tendrá carácter facultativo**, pues así lo declara el artículo 506.3 en coherencia con el 504 LSC (el aumento del capital así acordado por el consejo de administración deberá ser necesariamente inferior al 20%).
- De acuerdo con el artículo 506.4 LSC, el valor nominal de las acciones a emitir más, en su caso, el de la prima de emisión **deberá corresponderse con el valor razonable**, en los términos previstos en el apartado 3 del artículo 504 LSC (*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*; teniendo en cuenta que los administradores pueden justificar otro valor razonable mediante el oportuno informe de experto independiente).

2.3 Conclusión

En definitiva, el órgano competente para acordar la exclusión del derecho de suscripción preferente es, por defecto, la junta general. No obstante, en el caso de las sociedades anónimas cotizadas se encuentra **expresamente prevista la posibilidad de delegar en el órgano de administración**, junto con las facultades de ordinario delegables mediante el mecanismo del “capital autorizado”, **la decisión de excluir el derecho de suscripción preferente**, siempre que se respeten ciertos límites y requisitos marcados por la ley.

3. Sobre la fijación del precio de la emisión con exclusión del derecho de suscripción preferente en las sociedades cotizadas

En este momento la cuestión planteada gira entorno a la **fijación del precio de la emisión** de las acciones cuando se excluye el derecho de suscripción preferente, teniendo en cuenta las especialidades que para ello prevé la LSC respecto de las sociedades cotizadas. Debe tenerse en cuenta que en esta materia tienen gran relevancia las novedades introducidas por la Ley 5/2021, de 12 de abril, que se tendrán en cuenta a efectos de este análisis.

3.1 El valor razonable, el valor de mercado y la cotización bursátil

En primer lugar, comencemos recordando que el artículo 504.1 LSC establece una distinción en los requisitos exigibles para la exclusión del derecho de suscripción preferente según el importe del aumento propuesto alcance el 20% del capital o, por el contrario, sea inferior a este porcentaje. En el primer caso (el aplicable al supuesto que nos ocupa), dicha exclusión requiere, junto con el informe de los administradores, del **informe de experto independiente a que se refiere el artículo 308 LSC**.

El informe de experto independiente (que ha de ser distinto del auditor de cuentas de la sociedad y debe ser nombrado por el Registro Mercantil), de acuerdo con el artículo 308.1.a LSC, ha de versar: 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**.

El concepto de **valor razonable** carece de definición y no es precisado en ningún aspecto en los preceptos que constituyen la regulación general del derecho de suscripción preferente (artículos 304 y siguientes LSC). No obstante, la normativa especial reguladora de las sociedades cotizadas sí que contiene una importante aclaración al respecto en el artículo 504.3 LSC: se presume legalmente que el **valor razonable es el valor de mercado, establecido con referencia a la cotización bursátil**, siempre que **no sea inferior en más de diez por ciento** al precio de dicha cotización (esta última limitación fue introducida, precisamente, por la Ley 5/2021).

La **cotización bursátil** determinará, en virtud de la mencionada presunción legal, el valor de mercado y, por ende, el valor razonable de las acciones emitidas. La cotización bursátil deberá calcularse, según las recomendaciones del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas ("ICAC"), a través de una razonable medición de los **precios existentes durante el último trimestre**, teniendo además en cuenta:

- la última cotización que fuere anterior a la fecha del informe del experto independiente;
- la frecuencia y el volumen de cotización; y
- que el cálculo deberá realizarse tomando como referencia el mercado secundario más relevante o activo para las acciones que son objeto de emisión.

Obtenido el valor de cotización, será posible por lo tanto determinar cuál será el valor razonable de emisión de las acciones. No obstante, **no existe una total identificación entre valor de cotización y valor razonable**: pueden diferir, y es la propia LSC la que permite esta divergencia y señala sus límites. Las limitaciones a esta divergencia son básicamente dos:

- La primera de ellas ya ha sido anunciada: la regla que presume que el valor de mercado se corresponde con el valor razonable continuará siendo aplicable siempre que este valor **no sea inferior al 10% al precio de cotización bursátil**. Dicho de otro modo, el valor razonable determinado por la presunción del artículo 504.3 delimita una "horquilla" que abarca: como máximo, el valor de cotización bursátil (determinado según las anteriormente expresadas recomendaciones del ICAC); como mínimo, dicho valor de cotización reducido en un 10%.

- La otra limitación es, en definitiva, un requisito de justificación. El valor razonable de las acciones a emitir podrá ser otro distinto e inferior a aquel determinado por la presunción del artículo 504.3 LSC, pero en ese caso y según el mismo precepto, **los administradores deberán justificar esta divergencia mediante la aportación del informe de experto independiente**, que así habrá de reflejarlo. Adicionalmente, el artículo 504.4 LSC aclara que en el supuesto de que las acciones sean emitidas a un precio inferior al valor razonable deberán cumplirse dos requisitos adicionales: (i) el informe de los administradores deberá justificar que el **interés social exige tanto la exclusión del derecho de suscripción preferente como el tipo de emisión** propuesto; y (ii) el informe de experto independiente reflejará **el importe de dilución económica esperada y la razonabilidad de los datos y consideraciones recogidos en el informe de los administradores para justificarla**.

3.2 Sobre la fijación del precio de la emisión por el órgano de administración de la sociedad cotizada

Adicionalmente, y dado a que anteriormente se ha planteado la posibilidad de que, por delegación, sea el **órgano de administración el que decida sobre la exclusión** del derecho de adquisición preferente, conviene precisar que en este caso caben dos posibilidades:

- La primera, prevista en el artículo 505 LSC, que sea la junta general la que acuerda la emisión de nuevas acciones con exclusión del derecho de suscripción preferente, **delegando en el órgano de administración sólo la fijación de la fecha, precio y demás condiciones de la emisión**. En este caso, el órgano de administración podrá fijar el precio de la emisión **directamente**, o bien **diseñar un procedimiento para su determinación**, caso este último en el que será preciso que tal procedimiento sea adecuado, conforme a las prácticas de mercado y que, además, asegure que el precio de emisión se corresponda con el valor razonable. De nuevo, la correspondencia con el valor razonable podría basarse en la presunción del artículo 504.2 LSC, o bien podría ser inferior al que determine la mencionada presunción, en cuyo caso deberán cumplirse los requisitos de justificación antes expuestos.
- La segunda posibilidad hace referencia a la **delegación en el órgano de administración tanto de la facultad de aumentar el capital** (mediante el mecanismo del “capital autorizado”) **como la exclusión del derecho de suscripción preferente**, conforme a las reglas contenidas en el artículo 506 LSC. En este caso, tal y como prevé el artículo 506.4 LSC, el valor nominal de las acciones más, en su caso, el de la prima de emisión deberá corresponderse al valor razonable, remitiéndose a estos efectos a la presunción de razonabilidad que dispone el ya tratado artículo 504.3 LSC. Por lo tanto y de nuevo, esta razonabilidad podrá depender de tal presunción o podrá ser justificado otro valor razonable, cumpliéndose los requisitos que para ello se imponen (y antes expuestos).

3.3 Conclusión

Sí será posible la emisión de nuevas acciones con exclusión del derecho de suscripción preferente **cuando el precio de emisión incluya un descuento sobre el precio de cotización**. La cuantía del descuento determinará el grado de rigidez y justificación requerida para ser llevada a cabo la emisión con aquel descuento sobre el precio, y así:

- En el caso de que el descuento sea igual o inferior al 10% respecto del precio de cotización, entrará en juego la presunción del artículo 504.3 LSC y no serán precisos más requisitos que los ordinarios para el informe de administradores y del experto independiente.
- En el caso de que el descuento sea mayor al 10%, será necesario justificar el tipo de emisión propuesto y la razonabilidad de la divergencia, según lo expuesto anteriormente.

4. Sobre las ofertas públicas de adquisición

4.1 Introducción: marco regulador

Hasta este momento, las características de la oferta de adquisición presentada por Punma Corp. (en adelante, “Punma”) nos han permitido acometer el tratamiento de las anteriores cuestiones sin profundizar en la **normativa específicamente promulgada para regular las ofertas públicas de adquisiciones**. En este momento, y planteada una nueva hipótesis, es preciso que abordemos esta nueva perspectiva, de acuerdo con los motivos que a continuación se expondrán.

Esta concreta materia encuentra **su principal regulación** en el Capítulo IX del Título IV de la LMV, el RDMV o el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante, “RDOPA”). Esta normativa **será de aplicación, desde un punto de vista subjetivo**, a toda aquella persona física o jurídica que formule una oferta pública de adquisición de acciones (u otros valores que otorguen el derecho de suscripción de aquéllas) de sociedades cotizadas, entendiéndose éstas como aquellas cuyas acciones estén, en todo o en parte, admitidas a cotización en un mercado secundario oficial español y tengan su domicilio social en España (129 LMV). Estos requisitos quedan cumplidos en el caso que nos ocupa.

4.2 Clases de ofertas públicas de adquisición

De acuerdo con la normativa citada, la doctrina jurídica ha señalado la existencia de diferentes **tipologías de ofertas públicas de adquisición** (también conocidas por su abreviatura “OPA”). Entre ellas, la que resulta más ilustrativa a efectos del caso que tratamos es aquella que distingue entre:

- **OPA voluntaria** (artículo 13 RDOPA): son aquellas promovidas y formuladas por un oferente sin estar obligado legalmente a ello. Quedan sujetas, con carácter general, a las normas que regulan las OPAs obligatorias, pero con ciertas diferencias notables: (i) no es necesario formular la OPA voluntaria al precio equitativo (según este término será definido más adelante); y (ii) pueden ser parciales, es decir, se pueden formular por un número de acciones inferior al total siempre que el oferente no vaya a adquirir, como consecuencia de la oferta, una participación de control o, ya ostentándola, pueda libremente incrementar su participación en la sociedad afectada sin estar obligado a formular una oferta obligatoria. Las OPAs voluntarias son irrevocables, pero podrán quedar sometidas a determinadas condiciones que señalan los artículos 13.2, 26 y 30 RDOPA. Lo relevante es, por tanto, saber qué circunstancias determinan el carácter obligatorio de la OPA.
- **OPA obligatoria** (artículos 128 LMV y 1 RDOPA): será aquella que deviene de obligada formulación cuando concurren determinados supuestos definidos legalmente. Existen tres supuestos legales que determinan la obligatoriedad de la OPA: (i) cuando se alcance el control de la sociedad afectada -artículo 1 RDOPA-, (ii) la exclusión de negociación de sus acciones en los mercados secundarios oficiales -artículo 10 RDOPA- y (iii) la reducción del capital de la sociedad afectada mediante adquisición de acciones propias -artículo 12 RDOPA-. De entre estos supuestos estudiaremos el primero de ellos -la OPA obligatoria por adquisición de control-, por ser precisamente el que presenta visos de aplicabilidad al supuesto que se plantea. Las principales características de una OPA obligatoria son: (i) debe ser total, es decir, debe tratarse de una oferta por la totalidad de las acciones y dirigirse a todos los accionistas de la sociedad afectada; y (ii) debe efectuarse por un precio equitativo, cuyo concepto será abordado con posterioridad. Las OPAs obligatorias son irrevocables y no pueden ser condicionadas (artículo 30.2 RDOPA, salvo por lo previsto en su artículo 26).

4.3 Adquisición del control de una sociedad cotizada

De acuerdo con lo expuesto, es necesario identificar cuáles son los **parámetros marcados por el legislador para determinar si**, mediante una OPA, **se adquiere el control** de una sociedad cotizada deviniendo, por tanto, aquella OPA obligatoria. Por esta razón, será preciso acudir a los artículos 128 LMV y 1 RDOPA, conforme a los cuales las circunstancias que determinan tal obligatoriedad son:

- La **adquisición del control de la sociedad**, ya se consiga mediante: (i) *la adquisición de acciones u otros valores que confieran, directa o indirectamente, el derecho a la suscripción o adquisición de acciones con derechos de voto en dicha sociedad*; (ii) *pactos parasociales con otros titulares de valores*; o (iii) *demás supuestos de naturaleza análoga que reglamentariamente se establezcan*.
- A estos efectos, se entiende legalmente (131 LMV y 4 RDOPA) que se adquiere el control de una sociedad cotizada cuando el oferente, individualmente o en concierto con otras personas físicas o jurídicas alcance, directa o indirectamente: (i) un **porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 por 100**; o (ii) un porcentaje de derechos de voto **inferior y designe**, en los 24 meses siguientes a la fecha de la adquisición del porcentaje inferior, un número de consejeros que, unidos en su caso a los que ya hubiera designado, representen **más de la mitad de los miembros del consejo de administración** de la sociedad afectada. Alcanzar estos umbrales implica la adquisición de la llamada “**participación de control**”.

Debe advertirse, antes de proseguir, que las sociedades cotizadas **deben ser administradas por un consejo de administración**, que reviste carácter necesario en este tipo de sociedades (529 bis LSC). Ésta es la razón por la cual los artículos 131 LMV y 4 RDOPA hablan particularmente de la designación de *consejeros* y no de *miembros del órgano de administración*.

4.4 Análisis de la hipótesis planteada

Cumplidas las señaladas circunstancias, la OPA deviene obligatoria. Teniendo en cuenta la hipótesis planteada, **cabe plantearse si la oferta presentada por Punma cumple o no con los requisitos** para que tal oferta deba seguir el cauce de las OPAs obligatorias.

A este respecto, merece la pena señalar que Punma, aun dispuesta a adquirir un 25% del capital de ZC (un porcentaje inferior al 30% fijado por la letra a del artículo 4.1 RDOPA), **no ha designado aún a la más de la mitad de los miembros del consejo de administración de ZC**. Según los datos que se nos proporcionan, se encontrará en posición de hacerlo una vez adquiera el 25% del capital de ZC, pero aún no lo ha hecho. El artículo 4.1.b) RDOPA señala cuál es su **ámbito temporal de aplicación**: en los 24 meses siguientes a la adquisición, el oferente deberá haber designado al mencionado número de consejeros. La efectiva designación, y no la mera posibilidad de designarlos, es lo que determinaría la obligación de Punma de llevar a cabo una OPA. El propio artículo 4.1.a) RDOPA remite, a efectos de conocer qué debe entenderse por consejeros designados, al **artículo 6** del mismo Reglamento, el cual recoge una serie de supuestos que, en ningún caso, se refieren a la potencial designación de un consejero, sino que se refieren, por el contrario y en todos los casos, a una designación efectiva, que ya ha tenido lugar.

Si finalmente, Punma designara en las condiciones antedichas a más de la mitad de los consejeros de ZC, se vería obligada a formular una OPA obligatoria, cuyo **procedimiento podemos resumir del siguiente modo**:

- Primero, el Punma deberá anunciar la oferta, expresando las razones por las que ésta tiene carácter obligatorio (16 RDOPA).
- Igualmente, debe tenerse en consideración que el objeto de la adquisición proyectada es el 25% del capital social. Esto implica que es preciso notificar a ZC (emisor) y a la

CNMV que se va a adquirir una participación significativa, según lo dispuesto en el art. 23.1 RDMV.

- Después, será preciso la presentación, por parte de Punma, de una solicitud de autorización de la OPA ante la CNMV (17 RDOPA), que deberá autorizarla (21 RDOPA). La solicitud deberá ir acompañada del folleto explicativo de la oferta y de la demás documentación complementaria a que hace referencia el artículo 20 RDOPA (entre la que se encuentra la relativa a las garantías que deberán constituirse, en su caso).
- Autorizada la OPA (22 RDOPA), será necesario publicar la oferta por Punma en los Boletines de Cotización de las Bolsas donde acciones de ZC se encuentren admitidos a cotización y, al menos, en un periódico de difusión nacional. También deberán suministrarse ejemplares del folleto explicativo a diversos interesados, como a los representantes de los trabajadores de ZC o a los trabajadores directamente (25 RDOPA).
- El consejo de administración de ZC deberá elaborar un informe sobre la oferta, con el contenido detallado en el artículo 24 RDOPA.
- Posteriormente comenzará el proceso de aceptación de la oferta por los titulares de las acciones de ZC (34 RDOPA), entre los que se encuentra Castilla Holding, S.A. (titular de un 40% del capital de ZC), dentro del plazo señalado por Punma, que deberá cumplir las previsiones del artículo 23 RDOPA.
- Después, deberá procederse a la publicación del resultado de la oferta (35 RDOPA), que también tendrá que comunicarse a la CNMV. El resultado podrá ser positivo o negativo, en función de que se haya alcanzado o no el número mínimo de acciones fijado en la oferta.
- Finalmente, tendrá lugar la liquidación de la oferta (36 RDOPA), procediéndose por tanto al desembolso de la contraprestación por Punma a través de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (Iberclear) o, caso de no consistir la contraprestación en dinero, en la forma prevista en el folleto. Culminada la liquidación, la CNMV autorizará que el levantamiento de las garantías ofrecidas, en su caso.

4.5 Conclusión

Concluyendo, el hecho de que Punma, mediante la adquisición del 25% de las acciones de ZC, se encuentre en posición de designar a más de la mitad de los miembros del consejo de administración de esta última **no implica, por sí sólo, que su oferta deba ajustarse a los requerimientos previstos para las OPAs obligatorias**. Ello dependerá de que, con posterioridad y dentro del plazo de 24 meses siguientes a la fecha de la adquisición, designe efectivamente al mencionado número de consejeros, teniendo en cuenta a este respecto las aclaraciones vertidas por el artículo 6 RDOPA. Mientras esto no ocurra, el simple hecho de que Punma se encuentre en posición de poder designar a más de la mitad de los consejeros de ZC **no desencadena, por sí mismo, ninguna consecuencia particular reseñable**.

5. Sobre los conceptos de precio equitativo y compraventa forzosa aplicados al contexto hipotético planteado

5.1 Precio equitativo

En relación con la pregunta anterior, se ha anunciado un concepto cuya definición debe proporcionarse en este momento, y no es otro que el de “precio equitativo”. El precio equitativo es aquel al que, por **mandato de los artículos 128 y 130 LMV y los artículos 1 y 9 del RDOPA**, deberán ser valoradas las acciones o valores que el oferente está dispuesto a adquirir mediante una **OPA obligatoria**. Es esencial recordar que este “precio equitativo” es un requerimiento esencial y propio de las OPAs obligatorias, no siendo exigido en el caso de las OPAs voluntarias.

La concreción de lo que se ha de entenderse por precio equitativo podemos encontrarla en los artículos 130 LMV y 9 RDOPA. De acuerdo con estos preceptos, la regla general es que se entenderá que el precio es equitativo cuando la OPA obligatoria se efectúe por un precio que **no sea inferior al más elevado que el oferente hubiera pagado o acordado por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta**. Si la OPA se hace por un precio que se encuentre fijado por encima de dicho valor, se entenderá que se ha realizado por un precio equitativo. Se encuentra prevista la posibilidad de que la CNMV pueda modificar el precio calculado de este modo, según las circunstancias y siguiendo los requisitos determinados en el RDOPA.

No obstante, en el supuesto planteado en el apartado anterior de esta Sección, Punma no ha adquirido ninguna acción de ZC con anterioridad, ni acordó hacerlo. El artículo 130 LMV no contempla la solución a este concreto caso, pero el artículo 9 RDOPA sí que lo hace. Así, el artículo 9.3 RDOPA declara que en este concreto supuesto **el precio resultará equitativo siempre que no sea inferior al calculado conforme a las reglas de valoración contenidas en el artículo 10** de este mismo Reglamento.

Por su parte, **el artículo 10 RDOPA** se ocupa de regular el caso de la OPA obligatoria por exclusión de negociación. Este artículo, que dispensa a la sociedad oferente de recabar el informe de los administradores exigido por el artículo 24 del mismo Reglamento, exige sin embargo en su apartado 5 que la sociedad oferente obtenga **otro informe, distinto, de sus administradores**: aquel a que se refiere el artículo 34.5 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores. Esta Ley se encuentra hoy en día derogada, habiendo sido sustituida por la actual LMV. No obstante, la derogada Ley del 88 contemplaba en su artículo 34.5 un informe que, tal y como reitera el artículo 10.5 RDOPA, debía contener una justificación detallada sobre *la propuesta y el precio ofrecido*. Será el artículo 10.5 el que, precisamente, determine los **métodos de cálculo de tal precio**, siendo señalados los siguientes:

- valor teórico contable de la sociedad afectada y, en su caso, del grupo consolidado, calculado con base en las últimas cuentas anuales auditadas o de los últimos estados financieros;
- valor liquidativo de la sociedad y, en su caso, del grupo consolidado;
- valor de cotización media ponderada de los valores durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de la oferta pública de adquisición;
- valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad (no aplicable al caso en análisis);
y
- otros métodos de valoración que sean aplicables al caso concreto y aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional, como el descuento de flujos de caja, entre otros.

Son estos, en definitiva, los **métodos que permitirán calcular un precio que pueda considerarse “equitativo”** a los efectos de la OPA que, en su caso, debiera formular Punma en el contexto descrito (si se cumplieren los requisitos previstos para ello legalmente).

5.2 La compraventa forzosa (*squeeze out*) y sus requisitos

Por otro lado, es necesario definir igualmente el concepto de ***squeeze out* o compraventa forzosa** y determinar los requisitos para poder llevarla a cabo. El mecanismo de *squeeze out* o compraventa forzosa se encuentra regulado en el **artículo 136 LMV**, desarrollado a su vez por los **artículos 47 y 48 RDOPA**.

En virtud del mecanismo de compraventa forzosa, quien hubiera formulado una oferta pública que tuviera por objeto la totalidad de los valores de una sociedad cotizada **podrá**, tras ser liquidada la oferta, **exigir a los titulares de las acciones u otros valores que no acudieron a la oferta** (que no la aceptaron) **la venta de aquéllos** a un precio equitativo. De igual modo, se reconoce a cualquiera de estos restantes titulares **la posibilidad de exigir al oferente que les compre la totalidad de sus valores a dicho precio**. Estos derechos, sin embargo, quedan sujetos a la concurrencia cumulativa, en la fecha de liquidación de la oferta, de las **dos siguientes circunstancias**:

- que el oferente haya devenido **titular de valores que representen el 90% del capital con derecho de voto** de la sociedad afectada; y
- que la oferta pública 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 precio equitativo será el mismo que el fijado como contraprestación de la oferta pública.

Los **requisitos para llevar a cabo la venta forzosa** por el oferente son, además de los ya mencionados, los que siguen (artículo 48 RDOPA):

- El plazo máximo para exigir la venta forzosa es de tres meses desde la fecha de finalización del plazo de aceptación.
- El folleto explicativo de la oferta indicará si el oferente tiene intención de exigir la venta forzosa en caso de cumplirse las condiciones del artículo 47 RDOPA.
- Publicado el resultado de la oferta, el oferente deberá comunicar a la CNMV dentro de los tres días hábiles siguientes si quedan cumplidas las condiciones del artículo 47.
- Dentro del plazo máximo de tres meses antes señalado, el oferente deberá comunicar a la CNMV si exigirá o no la venta forzosa. En caso de que así lo haga, fijará la fecha de la operación entre los 15 y 20 días hábiles siguientes a la comunicación de tal decisión a la CNMV. Estas características serán publicadas por este órgano. La mencionada decisión es irrevocable.
- Antes de la fecha de la operación, el oferente deberá acreditar ante la CNMV la constitución de las garantías que aseguren el cumplimiento de las obligaciones resultantes del ejercicio del derecho de venta forzosa.
- El oferente dará a las características de la venta forzosa la debida publicidad por los medios previstos en el artículo 22 RDOPA (Boletines de Cotización de las Bolsas donde acciones de ZC se encuentren admitidos a cotización y, al menos, en un periódico de difusión nacional), y ello en el plazo máximo de 5 días hábiles desde la fecha de la publicación efectuada por la CNMV.
- Los titulares de los valores deberán comunicar al oferente la naturaleza de la contraprestación que, en su caso hubieran elegido. Si no realizan esta comunicación y siempre que exista alternativa, se entenderá que optan por el efectivo.
- La liquidación de la operación se realizará en igual plazo que el establecido en el folleto explicativo de la oferta contado desde la fecha señalada para la operación.

- Los gastos derivados de la compraventa o canje y liquidación de los valores serán de cuenta del oferente.
- Acreditada la liquidación, la CNMV podrá autorizar el levantamiento de las garantías.

Por su parte, los **requisitos para exigir del oferente la compra forzosa** son, además de generales ya mencionados, los que siguen (artículo 48 RDOPA):

- El plazo máximo para exigir la compra forzosa es de tres meses desde la fecha de finalización del plazo de aceptación.
- Las solicitudes de compra forzosa recibidas por el oferente se liquidarán en iguales plazos que los fijados en el folleto explicativo para la liquidación de la oferta, contados a partir de la recepción de cada solicitud.
- Los gastos derivados de la compraventa o canje y liquidación de los valores serán de cuenta de los vendedores.

Adicionalmente, es preciso advertir que la realización de la operación de venta forzosa determina la **exclusión de negociación respecto de los valores afectados**, efectiva desde la liquidación de la operación. Además, si como consecuencia de las operaciones de compra forzosa el oferente deviene titular de todos los valores, **éstos quedarán igualmente excluidos de negociación** desde la liquidación de la última operación (con determinadas excepciones).

Por último, merece la pena destacar que, conforme al artículo 136.2 párrafo primero LMV, si en los casos de compra o venta forzosa los valores afectados se encontrasen embargados o existiera sobre ellos algún tipo de carga, **los valores se enajenarán libres de tales cargas**, pasando éstas a constituirse sobre el precio pagado o los valores entregados por el oferente como pago.

SECCIÓN C

1. Sobre la competencia orgánica para acordar la venta de un activo esencial

1.1 El órgano de administración como órgano de gestión y representación de la sociedad

Tal y como será expuesto con mayor detalle en el apartado 3 la presente Sección, el órgano de administración puede definirse, desde una **esfera interna referida a la gestión**, como aquel órgano ejecutivo y necesario de una sociedad al que corresponde la puesta en relación de ésta con los terceros y la ejecución y el desarrollo de aquellos actos, contratos y demás actividades encaminadas a la realización su objeto y fin social con ánimo de obtener beneficios repartibles. Esto lo confirmaría el **artículo 209 LSC**.

Desde una **esfera externa referida a la representación**, el órgano de administración es aquel órgano permanente de la sociedad que la representa en sus relaciones con terceros, en juicio y fuera de él. Esto sería confirmado por el **artículo 233 LSC**. Esta representación será ejercida, en principio, por lo determinado en los estatutos, pero sin perjuicio de lo que ahora añadiremos.

En aras de proteger a los terceros que se relacionen con una sociedad a través de sus administradores, el legislador ha determinado el ámbito de la representación del órgano de administración en el **artículo 234 LSC**, fijando una vocación extensiva a este ámbito a la vez que proteccionista de los terceros. La interpretación dada a este precepto -sobre todo por la DGRN- es de gran relevancia, y podría resumirse del siguiente modo⁵:

- El administrador vincula con sus actos a la sociedad frente a terceros, independientemente de que tales actos guarden conexión o no con el objeto social, ya que no puede imponerse al tercero el estudio de esta conexión.
- La extralimitación del administrador sólo producirá un efecto interno de responsabilidad, por el procedimiento marcado por los artículos 236 y siguientes LSC.
- Si la sociedad pretende atacar un acto realizado por un administrador que se ha extralimitado en perjuicio del tercero que ha contratado con él, deberá probar la mala fe y la culpa grave de aquel tercero.
- En el poder de representación de los administradores quedan incluidos no sólo los actos de desarrollo o ejecución del objeto social, sino también los complementarios, auxiliares, neutros y polivalentes, quedando sólo excluidos los que sean absolutamente contradictorios o denegatorios del mismo.

La decisión de venta de un determinado activo de una sociedad forma parte, en principio, de la gestión ordinaria de su actividad. **La competencia para adoptar la decisión de tal venta corresponde, por tanto, al órgano de administración de la sociedad.**

1.2 El reparto competencial entre la junta general y el órgano de administración de una sociedad de capital

Partimos al respecto del listado de facultades de deliberación que el artículo 160 LSC reconoce a la junta general de una sociedad. En este listado, que si bien no contiene una enumeración de carácter exhaustivo sí que la contiene con carácter imperativo, no se encuentra incluida la facultad de decidir, con carácter general, sobre la disposición de los activos de la sociedad. No obstante, y siendo ésta la regla general, es preciso tener en cuenta que **existe una importante matización a esta regla**.

Es el mismo artículo 160 LSC el que contempla, en su **letra f)**, que la junta general de la sociedad debe deliberar y acordar sobre *la adquisición, la enajenación o la aportación a otra sociedad de*

⁵ A este respecto, resulta especialmente relevante la siempre referida Resolución de la DGRN de 15 de octubre de 2015. En un sentido similar, la DRGN dictó otras resoluciones el mismo año, como las de 26 de junio, 10 de julio y 17 de septiembre de 2015. De forma más reciente, es destacable la Resolución de la DGRN de 10 de febrero de 2021.

activos esenciales. El mismo precepto aclara qué debe entenderse por activo esencial, estableciendo una presunción *iuris tantum* de tal carácter en el activo cuando *el importe de la operación supere el veinticinco por ciento del valor de los activos que figuren en el último balance aprobado*. Esto quiere decir que, tratándose de un activo esencial, su adquisición, venta o aportación a otra sociedad deberá ser aprobada por la junta general.

Parece que nos encontramos, por lo tanto, ante una excepción a la regla general por cuya virtud el poder de representación de la sociedad corresponde en todo caso a los administradores. Se plantea entonces hasta qué punto la regla del artículo 160.f LSC supone una quiebra del esquema representativo de las sociedades de capital. A este respecto, se ha llegado a la siguiente conclusión: **no es tal quiebra, sino sólo una cautela legislativa** introducida para prever la intervención de la junta general respecto de aquellas operaciones de los administradores que puedan dar lugar a una modificación o sustitución del objeto social. Las implicaciones prácticas de esta conclusión deben ser analizadas.

1.3 Sobre la competencia para decidir sobre la venta de un activo esencial

Así, desde un **punto de vista interno**, parece claro que el legislador ha querido limitar el poder de representación de los administradores por cuanto se refiere a operaciones que tengan por objeto activos esenciales: **la iniciativa respecto de estos actos**, que no dejan de ser de gestión, **sigue correspondiendo al órgano de administración**, con la diferencia de que estos actos exceden de las competencias de este órgano y requieren, además, una **autorización o aprobación** por parte de la junta general. La competencia respecto de este tipo de actos corresponde, por tanto, a **la junta general y no al órgano de administración**.⁶

1.4 Sobre la autorización de la junta general y las consecuencias de su omisión

Ahora bien, desde un **punto de vista externo** y referido al poder de representación de los administradores y la puesta en relación de la sociedad con terceros -sobre todo respecto del que lo sea de buena fe-, **se discute cuál debería ser la sanción o consecuencia** en el caso de que este tipo de operaciones sean realizadas sin la aprobación de la junta general. Se plantearon dos posibilidades:

- La primera, entender que el artículo 160.f) LSC no es simplemente una norma de funcionamiento interno, sino una verdadera limitación “*ex lege*” de las facultades de representación de los administradores. Los actos realizados en contra de esta norma deberían ser, por tanto, nulos de pleno derecho.
- La segunda posibilidad consiste en aplicar una solución semejante a la que se desprende del artículo 161 LSC -aquel que permite a la junta general someter a su previa autorización determinados actos de los administradores, sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 234 LSC-, es decir: mantener la validez del acto frente a terceros pero generando, a efectos internos, la posibilidad de exigir la correspondiente responsabilidad al administrador. En definitiva, supone la aplicación analógica del artículo 234 LSC para, de este modo, proteger al tercero de buena fe⁷.

Finalmente, **fue la segunda de las opciones la que ha prevalecido**. Para sustentar esta opinión, sobre todo se argumenta que la diligencia exigible al tercero que contrata con la sociedad -a través de sus administradores- no abarca una actitud activa de este tercero dirigida a comprobar las cuentas anuales de la sociedad a efectos de verificar si es aplicable o no la presunción prevista en el artículo 160.f) LSC. Al mismo tiempo, la presunción establecida en el artículo 160.f) LSC no impide que en ciertos casos un activo cuyo valor no alcance a representar el 25% de los activos del último balance aprobado de la sociedad tenga, en efecto, un carácter esencial para la misma; o, al contrario, que siendo el valor del activo superior al mencionado

⁶ Debe tenerse en cuenta que ésta es una cuestión muy discutida doctrinalmente. Podemos afirmar que la DGRN ha sostenido en diversas de sus resoluciones, como las de 11 de junio o 28 de julio de 2015, que nos encontramos ante un supuesto de atribución legal de la competencia a la junta general, implicando ello la falta de poder de representación de los administradores respecto de esta clase de actos.

⁷ *Vid.*, a este respecto, las Resoluciones de la DGRN señaladas en la nota al pie 6. Este criterio ha sido confirmado igualmente por el Tribunal Supremo, en su Sentencia nº 285/2008, Sala Primera, de 17 de abril, nº Rec. 689/2001.

porcentaje, en realidad no revista de carácter esencial según las circunstancias concurrentes. Por tanto, apreciar verdaderamente si un activo es o no esencial requiere, en definitiva, de una valoración de la situación general de la empresa que en ningún caso puede exigirse al tercero con quien se contrata.

Por lo tanto, la consecuencia de la venta de un activo esencial realizada por un administrador sin contar con la aprobación de la junta general **es un acto válido frente a terceros**, y frente a esta extralimitación del administrador la sociedad **podrá exigir la correspondiente responsabilidad por el procedimiento señalado en los artículos 236 y siguientes LSC**. Hasta tal punto se defiende la validez del acto frente a terceros, que la propia DGRN ha reconocido que los notarios cumplen con su deber de diligencia en el control sobre la adecuación del negocio a la realidad requiriendo del administrador simplemente una certificación o manifestación declarando el carácter no esencial del activo⁸; e igualmente, esta manifestación no es un requisito imprescindible para la inscripción del acto, ya que el tercer adquirente de buena fe y sin culpa grave debe quedar también protegido en estos supuestos.

Del hecho de que el 40% del capital de Honmas, S.L. (en adelante, “**Honmas**”) pueda considerarse activo esencial para Castilla Holding, S.A. (en adelante, “**Castilla Holding**”) a efectos del artículo 160.f), dependerá que: (i) la venta de tal activo requiera o no la aprobación de la junta general de Castilla Holding; y (ii) la falta de esta aprobación habilite a Castilla Holding para exigir responsabilidades a su órgano de administración, conforme a lo anteriormente expuesto.

2. Sobre las posibilidades de actuación de los accionistas disconformes frente al acto de venta de un activo esencial realizado sin la autorización de la junta

2.1 Introducción: sobre el valor sustantivo de la escritura pública

En coherencia con lo explicado en el apartado anterior de esta Sección C, la venta del 40% del capital de Honmas (en adelante, el “**Activo**”) por parte del consejo de administración de Castilla Holding es un acto válido respecto del tercero que ha adquirido. La extralimitación del consejo de administración, al efectuar la venta del Activo sin contar con la aprobación de la junta general (en el caso de que fuera necesaria) **no afecta a la validez de aquel acto**, sino que **únicamente habilita a la sociedad para exigir a los consejeros la correspondiente responsabilidad social**.

Ahora bien, cabe plantearse si los socios de Castilla Holding disconformes con la decisión adoptada por el consejo de administración de esta sociedad pueden ejercitar alguna otra acción frente a dicha decisión o frente al acto de venta.

Es preciso tener en cuenta al respecto que el acto de venta del Activo ya ha sido elevado a escritura pública. El **valor sustantivo de la escritura pública** reside, entre otras manifestaciones, en que surte efectos en beneficio y en contra de terceros. Los efectos en favor de terceros de la escritura pública se manifiestan en que el tercero tiene derecho a considerar que la escritura pública y el negocio contenido en ella son exactos y veraces y a obrar en consecuencia; de manera que, si de hecho no lo fueran, la narración de la escritura sería mantenida en beneficio del tercero que lo fuera de buena fe. Este efecto se hace derivar del artículo 17 de la Ley del Notariado y de los artículos 1218 y 1219 del Código Civil (en adelante, “**CC**”).

Esto, sin embargo, no quiere decir que un negocio inexacto, inválido o incompleto recogido en escritura pública no pueda ser modificado, anulado o completado, sino simplemente que, mientras no sea declarada su inexactitud o invalidez, tal negocio goza de fe pública y de una presunción legal de exactitud, veracidad e integridad. Cabe plantearse, por lo tanto, **de qué**

⁸ A este respecto, las Resoluciones de la DGRN más relevantes fueron las dictadas el 11 de junio, 26 de junio, 28 de julio y 29 de julio de 2015. Este criterio permanece aún inalterado, como puede observarse en la Resolución de la DGRN de 18 de junio de 2020.

medios disponen los socios para anular el acto de venta o, si esto no es posible, al menos exigir responsabilidades.

2.2 La impugnación del acuerdo social

Por un lado **los socios disconformes con un acuerdo del consejo de administración podrán impugnar judicialmente dicho acuerdo** conforme al artículo 251 LSC, en relación con los artículos 204 y siguientes LSC. La impugnación podrá basarse en alguno de los motivos que contempla el artículo 204.1 LSC: que el acuerdo sea contrario a la Ley, se oponga a los estatutos o al reglamento de la junta de la sociedad o lesione el interés social en beneficio de uno o varios socios o de terceros. En concreto, los socios deberán ejercitar la acción de impugnación en el plazo de treinta días desde que tuvieran conocimiento del acuerdo y siempre que no hubiera transcurrido un año desde su adopción (251.1 LSC). Debe tenerse en cuenta que los acuerdos sociales (incluidos los del consejo de administración) son ejecutivos desde su aprobación (202.3 LSC), y su mera impugnación judicial no suspende su ejecutividad, surtiendo sus efectos hasta que no recaiga sentencia firme que declare su nulidad. Para evitar que el acuerdo social despliegue sus efectos durante el proceso judicial se encuentra prevista una **medida cautelar de suspensión de acuerdos sociales** en el artículo 727.10 de la Ley de Enjuiciamiento Civil (en adelante, “**LEC**”). La legitimación para ejercitarla corresponde a aquellos socios que ostenten, al menos, la titularidad del 5% del capital social de la sociedad en el momento de la impugnación. Será preciso, además, justificar el daño o perjuicio que puede derivarse de la no suspensión. Acordada la medida cautelar, sus efectos se retrotraen al momento de su solicitud, de modo que los actos realizados sobre la base del acuerdo suspendido quedarán temporalmente sin efecto. Habiendo sido ya perfeccionada la venta, **la solicitud de esta medida cautelar puede resultar superflua.**

En nuestro caso, recordemos que la venta del Activo ya quedó perfeccionada y elevada a escritura pública. Aún más, de acuerdo con lo expuesto anteriormente, incluso en el caso de que se declarase judicialmente la nulidad del acuerdo del consejo de administración de Castilla Holding, **esta declaración no sería por sí sola suficiente para extender esta nulidad al acto de la venta del Activo**, pues prima la doctrina de protección del tercero de buena fe y del poder de representación de los administradores, antes detallada.

2.3 La mala fe y la culpa grave del comprador

Para poder atacar la validez del acto de venta del Activo, **será preciso probar la mala fe y la culpa grave del comprador**, teniendo en cuenta que la inscripción de los estatutos en el Registro Mercantil no es prueba suficiente para demostrar aquellos extremos, todo ello de acuerdo con el artículo 234 LSC. Esto probablemente adolecerá de gran dificultad probatoria. No obstante, si se tienen motivos suficientes para demostrar la mala fe y la culpa grave del comprador, será posible impugnar la validez del acto de venta del Activo sosteniendo su nulidad, sobre la base de los artículos 1259 párrafo segundo CC y 234 LSC.

2.4 La acción de responsabilidad contra los administradores

Dicho esto, y sea o no sea declarada la nulidad del acuerdo del consejo de administración de Castilla Holding y/o del acto de venta del Activo, **la sociedad -Castilla Holding- podrá reclamar de los consejeros la oportuna responsabilidad social** por el procedimiento previsto en los artículos 236 y siguientes de la LSC. Esta acción deberá basarse en alguno de los motivos previstos en el artículo 236.1 LSC: que sus actos u omisiones sean contrarios a la ley o a los estatutos o realizados incumpliendo los deberes inherentes al desempeño del cargo, siempre y cuando haya intervenido dolo o culpa, presumiéndose dicha culpa cuando el acto u omisión sea contrario a la ley o los estatutos. El plazo de prescripción de esta acción es de cuatro años, contados desde el día en que hubiera podido ejercitarse (241 bis LSC), es decir, desde que los socios tuvieron conocimiento del acuerdo del consejo. La responsabilidad de los administradores -consejeros en este caso- será solidaria entre aquellos que hubieren adoptado el acuerdo, salvo que demuestren que, *no habiendo intervenido en su adopción y ejecución, desconocían su existencia o, conociéndola, hicieron todo lo conveniente para evitar el daño o, al menos, se opusieron expresamente a aquél* (237 LSC).

La acción de responsabilidad social contra los administradores se entabla, en principio, por la sociedad previo acuerdo de la junta general que podrá ser adoptado a solicitud de cualquier socio aunque no constase en el orden del día (238.1 LSC). No obstante, **también se reconoce legitimación para ejercitar esta acción de responsabilidad a una minoría de socios**, siempre que concurren los siguientes requisitos:

- Desde un **punto de vista subjetivo**, se reconoce legitimación al socio o socios que, individual o conjuntamente posean una participación que les permita solicitarla convocatoria de la junta general (es decir, el 5% según el artículo 168 LSC).
- Desde un **punto de vista objetivo**, debe concurrir alguno de los siguientes presupuestos:
 - o Que los administradores no convocasen la junta general solicitada a tal fin;
 - o Que la sociedad no la entablare dentro del plazo de un mes, contado desde la fecha de adopción del correspondiente acuerdo; o
 - o Que este acuerdo hubiere sido contrario a la exigencia de responsabilidad.

Cumplidos estos requisitos, los socios disconformes con la actuación del consejo de administración no sólo podrán instar a la junta general a que ejercite la acción social de responsabilidad frente a los consejeros, sino que **también podrán ejercitarla ellos mismos, individual o conjuntamente**.

Finalmente, añadiremos que lo dicho con anterioridad se entiende **sin perjuicio de las acciones individuales de responsabilidad** que los socios pudieren ejercitar contra los consejeros en el caso de que su actuación lesionase directamente los intereses de aquellos (241 LSC).

3. Sobre la relación entre la junta general, el órgano de administración, el consejero delegado y los apoderados

Toda sociedad de capital ha de tener, necesariamente, dos órganos: la junta general y el órgano de administración. Ambos órganos desempeñan funciones distintas en la sociedad y mantienen entre sí una relación caracterizada por distintos aspectos que es preciso analizar.

3.1 La junta general

De este modo, el primero de los órganos necesarios en una sociedad de capital es la **junta general**. La junta general, tomando como base el artículo 159 LSC, puede definirse como órgano soberano, deliberante y no permanente de la sociedad, que reúne a sus socios y mediante el cual éstos pueden formar y expresar la voluntad de la sociedad a través de la adopción de acuerdos y decisiones fundamentales que afectan a las bases constitucionales de la sociedad. Puede obtenerse una importante muestra de las competencias de la junta general en el artículo 160 LSC, que enumera una serie de materias respecto de las cuales la junta general, y sólo ella, podrá deliberar y adoptar acuerdos. Esta lista, teniendo carácter imperativo (es decir, que recoge materias cuya competencia decisoria no puede corresponder al órgano de administración ni a un tercero, ni aún siquiera mediante delegación) no es exhaustiva, pues el propio artículo reconoce que corresponderá a la junta general deliberar y acordar sobre cualesquiera otros asuntos que determinen la Ley o los estatutos.

Cabe destacar que la junta general no consiste en la reunión de todos los socios, sino que su constitución depende de que se alcance el quorum de participación señalado por la ley (193 y 194 LSC). Además, en una sociedad unipersonal no existe junta general en el sentido habitual de reunión de socios, sino que el socio único ejercerá las funciones de la junta general (15 LSC).

La junta general, además, deberá ser debidamente convocada conforme a las reglas que para ello prevén los artículos 166 y siguientes de la LSC. La excepción a ello la constituye el supuesto de la junta universal, que implica la posibilidad de que los socios, reunidos todos ellos y mediante acuerdo unánime, puedan constituirse en junta en cualquier momento y lugar.

En la junta, los socios adoptarán por la mayoría legal o estatutariamente establecida los acuerdos que consten en el orden del día. Existen casos, sin embargo, en los que el acuerdo podrá ser adoptado por la junta aunque no conste en el orden del día (por ejemplo, el ejercicio de la acción social de responsabilidad contra los administradores, artículo 238 LSC). Los acuerdos válidamente adoptados en junta general obligan a todos los socios, incluso a los disidentes y los que no hubieran asistido a la reunión (159.2 LSC). Por excepción, existen supuestos de acuerdos en los que es necesario el consentimiento individual de determinados socios afectados (291 y 292 LSC).

La junta general puede ser de los siguientes tipos:

- Ordinaria (164 LSC): reunida necesariamente dentro de los seis primeros meses de cada ejercicio y aprobará, en su caso, la gestión social, las cuentas del ejercicio anterior y resolverá sobre la aplicación del resultado.
- Extraordinaria (165 LSC): cualquier otra junta general distinta de la ordinaria.
- Universal (178 LSC): se refiere al modo de su constitución, en cualquier lugar, sin convocatoria, asistiendo la totalidad de los socios, presentes o representados, y acordándolo así por unanimidad.
- Especial: dirigida a formar y exteriorizar la voluntad de un grupo de socios respecto de las decisiones que les afectan sólo a ellos (como en el caso del artículo 293 LSC).

3.2 El órgano de administración

Por otro lado, se encuentra el **órgano de administración** que, como dijimos con anterioridad, puede definirse como aquel órgano ejecutivo y necesario de una sociedad al que corresponde la puesta en relación de la sociedad con los terceros y la ejecución y el desarrollo de aquellos actos, contratos y demás actividades encaminadas a la realización del objeto y fin social con ánimo de obtener beneficios repartibles (209 y 233 LSC). En definitiva, es aquel órgano al que corresponde, en la esfera interna, la gestión de la sociedad y, en la esfera externa, su representación.

La administración de una sociedad puede configurarse de distintos modos, en cuyo caso las facultades de gestión y el poder de representación se ejercen de forma distinta (en interpretación conjunta de los artículos 210 y 233 LSC):

- Administrador único o administradores solidarios: en este caso existe total identidad entre la facultad de representar a la sociedad y el modo en que se organiza la administración, pues todas las facultades de gestión y representación podrán ser ejercidas indistintamente por cualquiera de ellos. Si se establecen limitaciones estatutarias o mediante acuerdos de la junta general a las facultades representativas de los administradores solidarios, éstas sólo tendrán alcance interno y no frente a terceros.
- Administradores mancomunados: en este caso, el poder de representación deberá ser ejercido de forma conjunta al menos por dos de ellos, en la forma que determinen los estatutos. En la sociedad anónima no puede haber más de dos administradores mancomunados, mientras que en la sociedad limitada sí se permite. En este caso, lo esencial es que siempre deban actuar al menos dos de forma mancomunada, de forma que en ningún caso la representación se ejerza individualmente por uno sólo de ellos. Por cuanto se refiere a la gestión interna, el artículo 210 LSC exige que los administradores mancomunados actúen de forma conjunta, sin precisar que baste la actuación conjunta de al menos dos de ellos. La interpretación de este precepto se ha

ido suavizando con el tiempo, de modo que en la actualidad se entiende extensible el régimen de la representación al de la gestión interna.

- Consejo de administración: en este caso, tanto la gestión como la representación de la sociedad corresponde al propio consejo, que deberá actuar de forma colegiada. Esta forma de actuación podrá agilizarse mediante consejeros delegados, comisiones ejecutivas o apoderamientos.

No es necesaria la condición de socio para ser nombrado administrador (salvo que los estatutos dispongan otra cosa), y éstos podrán serlo personas físicas o jurídicas, caso este último en el que el administrador-persona jurídica deberá designar a una persona física representante (212 y 212 bis LSC).

3.3 La relación entre la junta general y el órgano de administración

De acuerdo con lo expuesto hasta ahora, debe quedar claro que **la relación entre la junta general y el órgano de administración no es jerárquica, sino competencial**. Es cierto que la junta general tiene facultades de fiscalización o control de la actuación de los administradores: aprueba su gestión (164 y 262 LSC); nombra, cesa, aprueba su remuneración y puede reclamar de ellos responsabilidad social (214, 217, 223 y 238 LSC). No obstante, entre uno y otro órgano existe una distribución de competencias de modo que, con carácter general, puede decirse que las competencias de la junta general vendrán delimitadas, además de por la ley, por las competencias del órgano de administración, que son: la gestión y la representación de la sociedad.

Mientras **en el ámbito de la representación la junta general se encuentra totalmente excluida** (por ejemplo, la junta general no puede otorgar poder alguno por la sociedad, sino que esa competencia corresponde en todo caso al órgano de administración), **en el ámbito de la gestión interna puede observarse cierta posibilidad de intervención por parte de la junta general**, siendo ésta una cuestión que será abordada posteriormente en el siguiente apartado de esta Sección.

La regla comprendida en el artículo 160.f) LSC supuso un importante problema de interpretación en el momento de su introducción (en el año 2014), pues se planteó si con ella se quebraba el tradicional sistema de reparto de competencias entre la junta general y el órgano de administración. Esta es una cuestión que ya fue tratada en el apartado anterior de esta Sección, y a él nos remitimos.

Un dato esencial para comprender mejor la relación entre junta general y órgano de administración implica tener en cuenta **la figura de la representación aplicada a las personas jurídicas** (en concreto, la *teoría de la representación orgánica*). Así, resulta obvio que las personas jurídicas, por su naturaleza, deben valerse de personas físicas para actuar en la vida jurídica; necesitan de un órgano que manifieste su voluntad. En la actualidad, se comprende que las personas físicas que actúan por la sociedad no son meros representantes, sino que sus actos se entienden de la propia persona jurídica representada. De este modo, las personas que integran el órgano de representación de la sociedad actúan *siendo* la sociedad, y no representándola. Este tipo de representación es la llamada **representación orgánica**, que opera sobre todo en la esfera mercantil y se considera de una clase distinta de la representación legal (puesto que los socios pueden elegir a los miembros del órgano) y de la representación voluntaria (por su carácter necesario). Ahora bien, el hecho de que las sociedades tengan órganos permanentes de representación no excluye que aquellas puedan también acudir a la representación voluntaria, como veremos más adelante.

En efecto, **el órgano de administración es precisamente el órgano de representación (orgánica) de la sociedad**. Mientras que la junta general es soberana, delibera y da forma a la voluntad de la sociedad en asuntos de esencial transcendencia, es el órgano de administración quien ejecutará la voluntad social, representará y pondrá a la sociedad en relación con los terceros, además de desarrollar la gestión interna de aquella.

3.4 El consejero delegado

Por otro lado, nos topamos con la figura del **consejero delegado**, que merece su propio análisis. Como dijimos anteriormente, una de las formas de organizar la administración de la sociedad es precisamente la del consejo de administración. En este caso, la gestión y el poder de representación corresponde al consejo, que actuará colegiadamente -según este concepto quedará explicado y matizado en el último apartado de la presente Sección -. Precisamente, la forma de actuación colegiada del consejo (es decir, como un órgano que debe alcanzar acuerdos mediante determinadas mayorías previamente al acometimiento de sus actos y actuando como uno sólo) ha conllevado la necesidad de prever mecanismos de agilización de su funcionamiento. De entre ellos, se encuentran las comisiones ejecutivas y el consejero delegado, reguladas en los artículos 249 y 249 bis LSC. Podemos definir al consejero delegado como una persona física o jurídica designada por el consejo de administración de entre sus miembros para la delegación en ella, de forma permanente, de determinadas facultades del consejo.

El consejero delegado es un cargo individual, haciendo descansar en él la delegación correspondiente (sin perjuicio de poder ser designados varios y prever para ellos un cierto modo de actuación); por otro lado, la comisión ejecutiva encarna una división del consejo, más ágil en su funcionamiento (también colegiado), en la que se delegan ciertas facultades del consejo.

De este modo, y respecto de las facultades que han sido delegadas en el consejero delegado, **éste podrá actuar en nombre y representación del consejo y, por tanto, obligar a la sociedad con su actuación individual**. El consejero delegado se concibe como un órgano de administración distinto del propio consejo, con autonomía para actuar dentro de las facultades que tiene atribuidas, sin perjuicio de la concurrencia de competencias: el consejo de administración no pierde las facultades que delega, aunque una vez delegadas preferirá limitarse a controlar al consejero delegado y dirigir sus actos. Esto, desde luego, tiene límites y cautelas: (i) las facultades que pueden ser delegadas son sólo aquellas que correspondan primeramente al consejo, y en ningún caso podrán ser delegadas en el consejero delegado facultades propias de la junta general; (ii) existen ciertas facultades del consejo que en ningún caso podrán ser delegadas, recogidas en el artículo 249 bis LSC; (iii) la elección del consejero delegado requiere el voto favorable de las dos terceras partes de los miembros del consejo; y (iv) es preciso celebrar un contrato entre el consejero delegado y la sociedad, regulando todos los conceptos por los que puede percibir una remuneración.

Adicionalmente, existe una cuestión de gran problemática en relación con la figura de los consejeros delegados, y de mucha relevancia respecto de la relación de éstos con la sociedad: **el ámbito de su poder de representación y la eficacia externa de las limitaciones que se le impongan**, es decir, si quedará obligada la sociedad cuando el consejero delegado actúe más allá de las facultades que le han sido delegadas. Efectivamente, el artículo 149 del RRM prevé, en su párrafo primero, que la inscripción de la delegación de facultades en el consejero delegado podrá hacerse, bien mediante la enumeración particularizada de las facultades que se delegan, bien mediante la expresión de que se delegan todas las facultades legal y estatutariamente delegables. El párrafo tercero de este precepto, sin embargo, declara que el ámbito del poder de representación de los órganos delegados será siempre el que determina el artículo 129 de la Ley de Sociedades Anónimas (hoy artículo 234 LSC) en relación con los administradores. Ante la aparente contradicción de los párrafos 1º y 3º del **artículo 149 RRM**, la doctrina más extendida en la actualidad, la jurisprudencia y la DGRN⁹ consideran que no existe tal contradicción, ya que **este precepto estaría permitiendo dos formas de configurar la delegación:**

- La primera, enumerando las facultades concretas que se delegan de tal forma que la sociedad sólo queda obligada en cuanto el consejero actúe dentro de estas facultades.
- La segunda, mediante la delegación de todas las facultades legales y estatutariamente delegables, en cuyo caso será aplicable la remisión al artículo 234 LSC y las posibles limitaciones producirán efectos meramente internos de responsabilidad.

⁹ Destacamos al respecto las Resoluciones de la DGRN de 4 de abril de 2016 y de 10 de febrero de 2021, así como la Sentencia del Tribunal Supremo, Sala Primera, de lo Civil, Sentencia 426/2009 de 19 de junio de 2009, Rec. 1944/2004.

3.5 Los apoderados

Por último, es preciso hacer referencia también a los **apoderados de la sociedad**. Al igual que las personas físicas, las personas jurídicas -entre ellas las sociedades de capital- pueden acudir también a **la representación voluntaria**. A diferencia de la representación orgánica -conceptualmente propia de las personas jurídicas-, la representación voluntaria tiene su origen en un contrato de mandato (1709 y siguientes CC) que, en el ámbito mercantil, quedará sujeto también a las normas previstas para la comisión mercantil en los artículos 244 y siguientes del Código de Comercio (en adelante, “**CCom**”).

La facultad de nombrar apoderados corresponde única y exclusivamente al órgano de administración de la sociedad. Además, los apoderados actúan en representación de la sociedad, de modo que **la posibilidad de obligar a ésta con sus actos dependerá de cuáles hayan sido las facultades que les hayan sido conferidas** (1259 y 1725 CC; 253 y 254 CCom). Los poderes generales concedidos por una sociedad de capital deben inscribirse en la hoja que le ha sido abierta en el Registro Mercantil (94.1.5º RRM) y, para ello, deberán constar en escritura pública (5.1 RRM y 18.1 CCom). Desde luego, será posible establecer limitaciones a las facultades de un apoderado general, pero **para que estas limitaciones surtan efectos frente a tercero deberán también quedar inscritas en el Registro Mercantil** (94.1.5º, 297.4º y 302.2º RRM). De este modo, el apoderado de la sociedad con poder expreso e inscrito obligará a aquella con sus actos siempre que éstos se hayan realizado dentro del ámbito de representación delimitado por el poder; en cambio, en el caso de factor notorio (apoderado general con poder no inscrito), la doctrina tradicional y la jurisprudencia consolidada sostienen que su actuación obligará a la sociedad en cuantos actos y contratos incidan sobre el giro o el tráfico de la sociedad (283 y 286 CCom).

Terminamos haciendo referencia brevemente a un supuesto especial de representante voluntario: la figura del **gerente o director general**. La única mención a esta figura la encontramos en el artículo 181 LSC. El gerente o director general constituye un supuesto de *administrador de hecho*, es decir, un sujeto que, no habiendo sido nombrado como administrador de la sociedad, ejerce de forma constante funciones que no se limitan a la representación de la sociedad sino que también alcanzan actos de gestión, y ello lo realizan de forma autónoma y discrecional, aunque sujetos a las directrices, criterio y control del órgano de administración. Por tanto, una diferencia del gerente respecto de un apoderado general es que no sólo se encuentra facultado para realizar actos de representación sino también de gestión de la sociedad (salvo, claro está, actos puros de administración, como lo son la convocatoria de la junta general o la redacción de las cuentas anuales). Otra diferencia estriba en que el gerente se halla ligado con la sociedad a través de un contrato laboral de alta dirección, sujeta al Real Decreto 1382/1985, de 1 de agosto o, al menos, el contrato a que se refiere el artículo 249.3 y 4 de la LSC. Además, el apoderado sólo puede actuar siguiendo las instrucciones del órgano de administración y dentro de los límites del poder que le ha sido conferido, mientras que el gerente actúa con autonomía, siendo capaz de definir y dirigir la política de gestión de la sociedad -lo que no impide que en última instancia deba seguir el criterio del órgano de administración y se someta a su control-. Finalmente, la representación que ejerce respecto de la sociedad puede venir amparado por un poder expreso, de facultades muy amplias, pero también puede actuar como factor notorio.

4. Sobre la intervención de la junta general en asuntos de gestión de la sociedad

Como pudo exponerse anteriormente, **la relación que existe entre la junta general de una sociedad y su órgano de administración es puramente competencial**, no jerárquica (aunque la junta general sí ejerza ciertas funciones de control sobre el órgano de administración). Las competencias de la junta general vienen delimitadas, sobre todo, por las competencias del órgano de administración, que son: la gestión en el ámbito interno, y la representación en el externo.

Si bien la junta general queda absolutamente excluida de las competencias de representación de la sociedad, correspondiendo éstas exclusivamente al órgano de administración, **sí que se encuentran recogidos legalmente algunos supuestos de intervención de la junta general en la gestión de la sociedad**. Son los denominados comúnmente como casos de “competencia compartida”. Destacamos:

- El **artículo 72 LSC** impone que las adquisiciones realizadas por sociedades anónimas de bienes cuyo valor exceda del 10% del capital social dentro de los dos años siguientes a su constitución deberán ser aprobadas por la junta general de la sociedad.
- Los artículos **140 y 144 LSC**, prevén que la adquisición derivativa de acciones o participaciones propias requieran, en ciertos supuestos, de autorización de la junta general o se realicen en ejecución de un acuerdo de la misma.
- El **artículo 160.f) LSC**, quizás el supuesto más frecuente y el de más problemática interpretación. Ya abordamos anteriormente las cuestiones relativas a si esta regla supone una quiebra del sistema de reparto competencial entre junta general y órgano de administración, y cuáles son las consecuencias de la falta de aprobación de la junta general en las operaciones que tengan por objeto activos esenciales de la sociedad; a tal explicación nos remitimos.
- El **artículo 161 LSC** establece que, salvo que los estatutos dispongan lo contrario, la junta general puede **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**. Este último inciso deja claro que en este supuesto la actuación del órgano de administración en contra de las instrucciones impartidas por la junta general o sin haber recabado la autorización necesaria **conservará su validez frente a terceros de buena fe**, sin perjuicio de que internamente se les pueda exigir la correspondiente responsabilidad por la vía de los artículos 236 y siguientes LSC.
- El **artículo 162 LSC** contempla la posibilidad de que la junta general, mediante acuerdo específico para cada caso, pueda *anticipar fondos, conceder créditos o préstamos, prestar garantías y facilitar asistencia financiera a sus socios y administradores*.
- El **artículo 220 LSC**, que somete a previa acuerdo de la junta general de las sociedades limitadas *el establecimiento o la modificación de cualquier clase de relaciones de prestación de servicios o de obra entre la sociedad y uno o varios de sus administradores*.
- El **artículo 230 LSC**, que concede a la junta general la facultar de dispensar situaciones de conflicto de interés entre la sociedad y los administradores.
- El **artículo 234 LSC**, del que la jurisprudencia consolidada hace desprender que la junta general puede consentir un acto claramente contrario y denegatorio del objeto social.
- El **artículo 293 LSC**, que permite a la junta general delegar en el órgano de administración la ejecución de un aumento de capital previamente acordada, con limitaciones.

Concluyendo, si bien es cierto que la regla general es que la gestión -al igual que la representación- de la sociedad es competencia del órgano de administración, no es menos cierto que **esta regla general se encuentra matizada**, no con verdaderas excepciones, pero sí con el reconocimiento a la junta general de ciertas **facultades de dirección, fiscalización y aprobación** de la gestión que desempeña el órgano de administración.

5. **Sobre la posibilidad de que un miembro del consejo de administración adopte decisiones unilateralmente en representación de aquel órgano**

El consejo de administración es una de las formas de organizar la administración de la sociedad (210 LSC). Recordemos que al órgano de administración corresponden la gestión y la representación de la sociedad (209 LSC). Ahora bien, en el caso del consejo de administración, si bien existe correspondencia entre titularidad del poder de gestión y de representación, **no existe, en puridad, una total correspondencia entre el modo de ejercicio de uno y otro poder**. Esto es así porque en realidad, en la esfera externa de la representación, aunque el artículo 233.2.d) LSC prevea que el poder de representación se ejerza colegiadamente, en realidad la manifestación de la voluntad del órgano lo será respecto de la mayoría que ha adoptado el acuerdo.

No obstante, no debe perderse de vista que el consejo de administración es un órgano colegiado y, como tal, sólo puede actuar del siguiente modo: para la adopción del acuerdo -es decir, la fase de gestión y formación de la voluntad del órgano-, los consejeros deberán ajustarse al procedimiento colegial de mayorías; para la exteriorización de la voluntad del órgano, basta con la manifestación de la voluntad de la mayoría que tomó el acuerdo. Es decir, **en ningún caso es posible que uno de los consejeros, actuando individualmente, pueda hacer al consejo engendrar una concreta voluntad sobre cuestión alguna**. Téngase en cuenta que el consejo de administración habrá de disponer de un mínimo de tres miembros, y por debajo de este número el consejo es inoperante.

Por otro lado, existen formas de que el consejo gane agilidad, y una de ellas se encuentra prevista precisamente en el art. 233.2.d) LSC, que permite que **estatutariamente se pueda atribuir el poder de representación a uno o varios de los miembros del consejo**, a título individual o conjunto. Si esta posibilidad se hace efectiva en uno sólo de los miembros del consejo, ello no privará a este órgano de su poder de representación, sino que aquel consejero pasará a ostentar plena titularidad de este poder junto con el consejo. Esto conlleva cierto riesgo, y es que mientras internamente este sujeto facultado de forma estatutaria quedará bajo las instrucciones del consejo en el ejercicio del poder de representación, **externamente obligará a la sociedad frente a terceros con toda la extensión y con las mismas consecuencias que se hacen derivar del artículo 234 LSC**, antes analizado. No se tratarán de simples facultades de ejecución de los acuerdos del consejo, sino una auténtica investidura del poder de representación de la sociedad hasta las últimas consecuencias. Este consejero **podrá adoptar decisiones unilateralmente en representación del consejo**.

Por otro lado, está el caso del **consejero delegado**, analizado igualmente con anterioridad. Desde luego, en el consejero delegado podrá ser delegado el poder de representación de la sociedad. El consejero delegado **puede ser considerado como un órgano de administración en sí mismo, capaz de adoptar decisiones de gestión por sí mismo** en virtud de la delegación realizada en su favor **y de obligar a la sociedad con su actuación individual**. Existen, no obstante, ciertas facultades que no pueden ser delegadas (249 bis LSC) y es posible reducir o delimitar las facultades que se delegan.

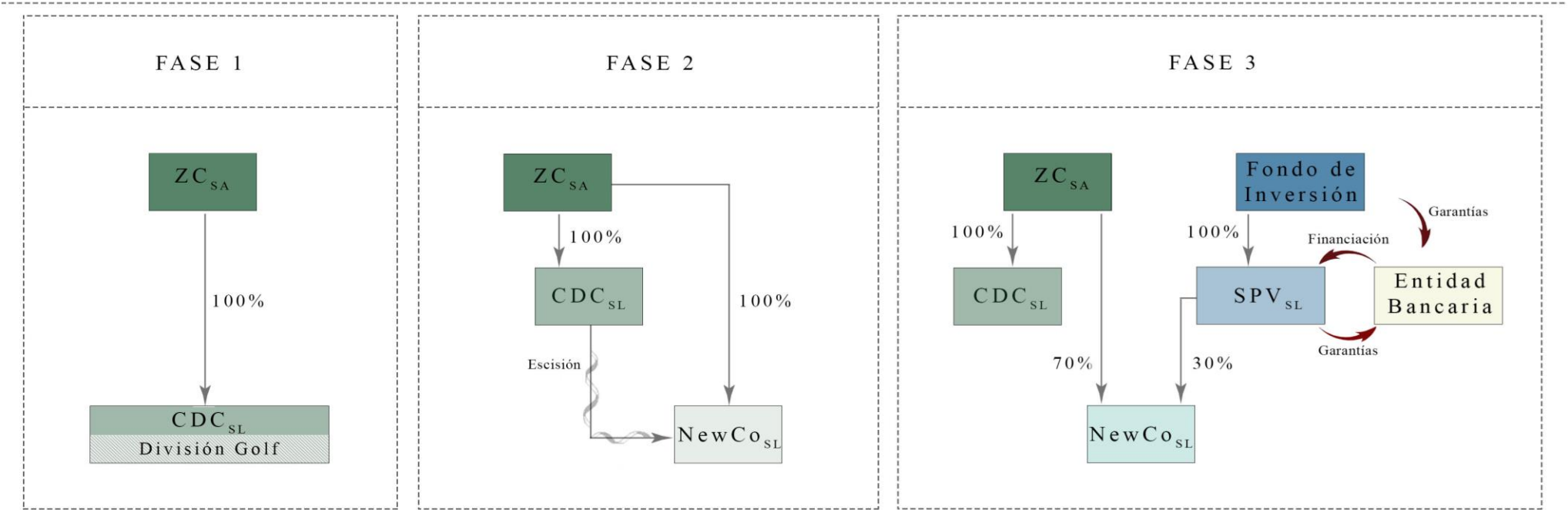
Anteriormente fue explicado **el ámbito del poder de representación del consejero delegado y la eficacia externa de las limitaciones que le sean impuestas**. Resumiremos a continuación las conclusiones de la doctrina y jurisprudencia más reciente y consolidada a este respecto en relación con **el artículo 149 RRM**:

- La delegación podrá hacerse, en primer lugar, a través de la enumeración de las concretas facultades que se delegan. En este caso, la sociedad sólo quedará obligada cuando el consejero actúe dentro de los límites fijados por estas facultades.
- Por otro lado, también podrán delegarse todas las facultades que sean legal o estatutariamente delegables (o expresión equivalente), en cuyo caso el ámbito del poder de representación del consejero delegado tendrá el mismo alcance que el que se hace desprender del artículo 234 LSC, ya analizado con anterioridad.

Concluyendo, como **regla general un sólo miembro del consejo de administración no podrá adoptar decisiones unilateralmente en representación del consejo**, dada la naturaleza colegiada de este órgano. No obstante, **existen mecanismos y figuras que permiten tal posibilidad** al extender las facultades representativas de alguno de los consejeros, como hemos señalado. En estos casos, la actuación de estos consejeros podrá obligar a la sociedad frente a terceros, considerándose que su voluntad es la propia del consejo de administración y, por ende, la de la misma sociedad.

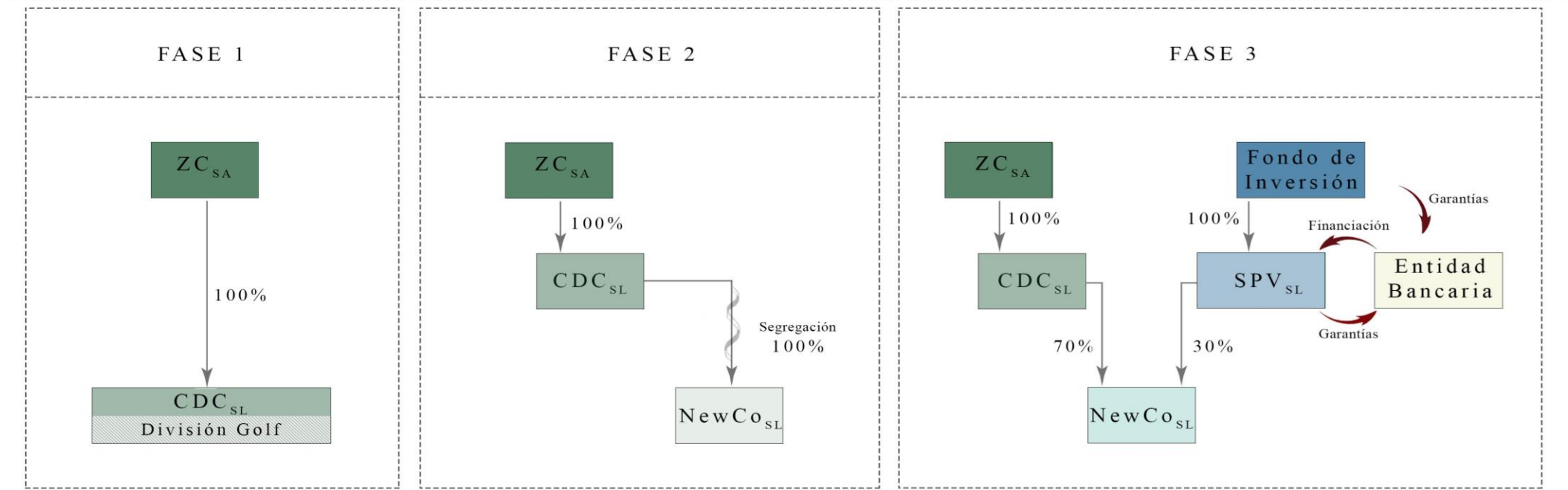
ANEXO I

ESCISIÓN PARCIAL CDC



ANEXO II

SEGREGACIÓN DE CDC



ANEXO III

APORTACIÓN DE LA RAMA DE ACTIVIDAD

