

**Trabajo de Fin de Máster**

**Enero 2022**

**Universidad Pontificia de Comillas-ICADE**



**Tutor: Francisco Javier Illescas**

**Alumno: Fernando Aldavero Dávila**

## ÍNDICE

<b>1.</b>	<b>Resumen Ejecutivo</b>	<b>4</b>
<b>2.</b>	<b>Sección A: adquisición de una participación del 30% de la división dedicada a la fabricación y venta de zapatos de golf por parte de un fondo de inversión.5</b>	
<b>2.1</b>	<b>Alternativas para la adquisición de un 30% de la división dedicada a la fabricación y venta de zapatos de golf.</b>	<b>5</b>
<b>2.1.1</b>	<b>Escisión, en la modalidad de segregación, de Calzado Deportivo Castilla, S.L.U, a favor de la entidad de nueva creación “Castilla Golf, S.L”, íntegramente participada por la primera.</b>	<b>6</b>
<b>2.1.2</b>	<b>Escisión Parcial</b>	<b>6</b>
<b>2.1.3</b>	<b>Aportación de rama de actividad.</b>	<b>7</b>
<b>2.1.4</b>	<b>Conclusión</b>	<b>8</b>
<b>2.2</b>	<b>Riesgo de que el negocio objeto de la adquisición herede la eventual responsabilidad penal (y/o responsabilidad civil asociada) de cdc, en relación con el presunto fraude de subvenciones. cual de las opciones contenidas en la sección 2.1 puede contribuir a eliminar o mitigar dicho riesgo.</b>	<b>9</b>
<b>2.3</b>	<b>Exclusión de los miembros de la familia Castilla del <i>scope</i> de la operación.</b>	<b>9</b>
<b>2.4</b>	<b>Principales implicaciones de llevar a cabo una modificación estructural frente a la adquisición directa de activos y/o acciones/participaciones. consecuencias de ambas alternativas.</b>	<b>10</b>
<b>2.5</b>	<b>Protección de los acreedores en caso de llevarse a cabo una modificación estructural y motivo de dicha protección.</b>	<b>12</b>
<b>2.6</b>	<b>Diferencia principal entre una escisión parcial y una segregación.15</b>	
<b>2.7</b>	<b>Órgano competente para la aprobación de una modificación estructural.</b>	<b>16</b>
<b>2.8</b>	<b>Plan de acción sumario para la ejecución de la operación</b>	<b>18</b>
<b>2.9</b>	<b>Breve explicación de los puntos a incluir en el acuerdo de socios.22</b>	
<b>3.</b>	<b>Sección B: Adquisición del 25% de Zapaterías Castilla, S.A., por parte de Punma Corp., a través de una ampliación de capital</b>	<b>26</b>
<b>3.1</b>	<b>Exclusión del derecho de adquisición preferente de los socios de Zapaterías Castilla, S.A. y posibles consecuencias.</b>	<b>26</b>
<b>3.2</b>	<b>Órgano competente para acordar la exclusión del derecho de suscripción preferente</b>	<b>28</b>

3.3	<b>Sobre la exclusión del derecho de suscripción preferente cuando el precio de emisión incluya un descuento sobre el precio de cotización</b>	<b>30</b>
3.4	<b>Consecuencias derivadas del hecho de que Punma, tras suscribir la ampliación de capital y haber adquirido el 25% de ZC, pudiera nombrar a más de la mitad de su órgano de administración</b>	<b>34</b>
3.5	<b>Conceptos de “precio equitativo” y “squeeze out” o “compraventa forzosa” en relación con una OPA. Requisitos para llevar a cabo un squeeze out.</b>	<b>35</b>
4.	<b>Seccion C: Desinversión de Castilla Holding, S.A., en Honmas, S.L.</b>	<b>37</b>
4.1	<b>Órgano competente para adoptar la decisión de vender la participación de castilla holding, s.a. en honmas, s.l., y potenciales consecuencias de su incumplimiento</b>	<b>37</b>
4.2	<b>Posibilidad de los accionistas de ch de ejercitar alguna acción contra la decisión de los administradores. posible reclamación de responsabilidad.</b>	<b>38</b>
4.3	<b>Relación entre la junta general, el órgano de administración (en las distintas formas que éste puede adoptar), el consejero delegado y los apoderados.</b>	<b>39</b>
4.4	<b>Intervención de la junta general en asuntos de gestión</b>	<b>40</b>
4.5	<b>Adopción de decisiones unilateralmente por parte de un miembro del consejo de administración.</b>	<b>42</b>

## 1. RESUMEN EJECUTIVO

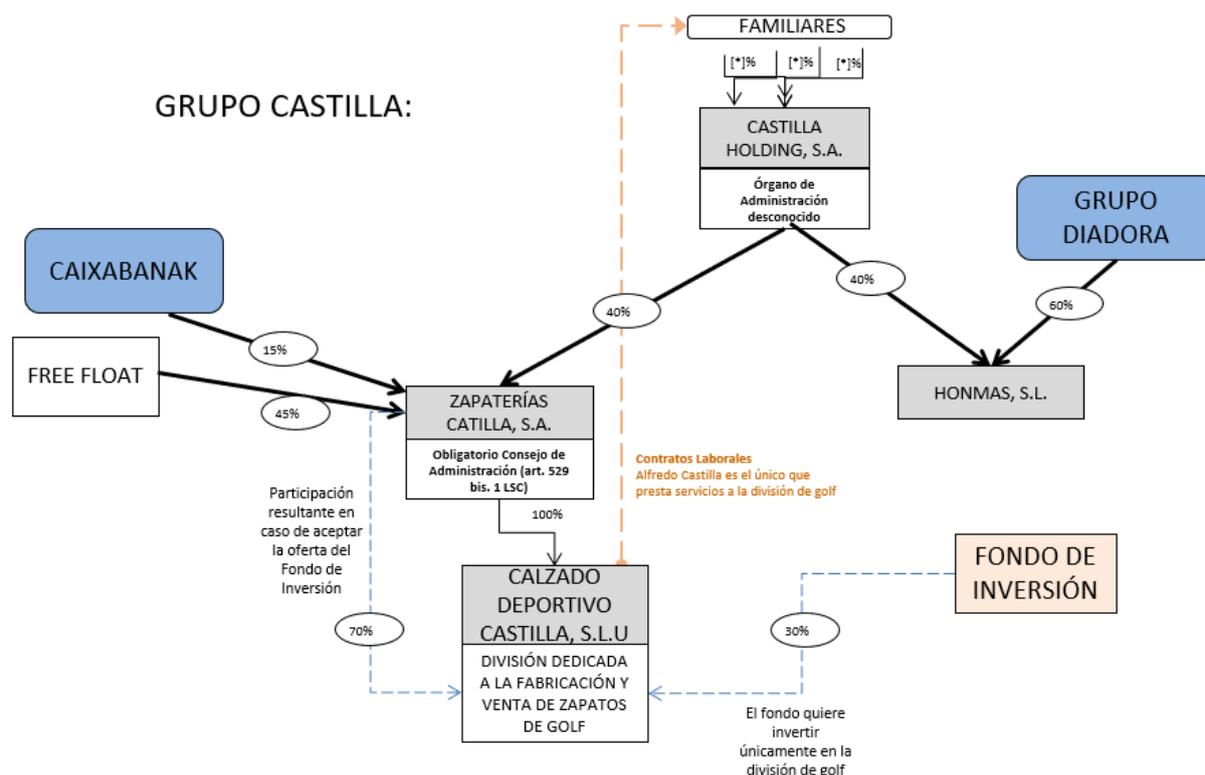
El presente caso práctico analizará diversas cuestiones societarias y mercantiles para cada una de las situaciones relatadas en cada una de las secciones. En la Sección A, que versa principalmente sobre las modificaciones estructurales de sociedades limitadas, se explica que son varias las formas de adquirir una participación dentro de una división de negocio de una sociedad. En este sentido, la escisión parcial, segregación parcial y la aportación de rama de actividad se postulan como las mejores alternativas para abordar una adquisición de tales características. Es importante resaltar como se protegen los derechos de terceros relacionados con las modificaciones estructurales, tema que se abordará con detalle a lo largo del caso. Cobra especial relevancia que la inversión proyectada en la Sección A, implica la adquisición de parte y no todo del capital social de una sociedad beneficiaria (resultante de la modificación estructural) y que, por tanto, será de especial relevancia articular las reglas necesarias para definir cómo será la convivencia en sede social entre el inversor y la sociedad en la que se invierte.

En contraste, a lo largo de la Sección B cobrará gran relevancia el régimen especial de las sociedades anónimas cotizadas establecido en los artículos 495 y siguientes de la LSC, así como la Ley del Mercado de Valores, entre otras. Se pondrá de manifiesto el incremento de la importancia del consejo de administración en sociedades cotizadas, con respecto de lo previsto de las sociedades con carácter cerrado, como las limitadas. En este sentido, también se profundiza en la especial protección que a los derechos de los accionistas se otorga por la LSC y los complejos mecanismos previstos para suprimir dichos derechos.

Por último, la Sección C tiene un eminente componente societario, y en ella se analizará la esfera competencial de los órganos de gobierno de las sociedades limitadas, así como la relación entre éstos y los representantes de la sociedad, tales como los apoderados o el consejero delegado. Se expondrá como cada órgano social y cada figura de representación de las sociedades tiene un ámbito de actuación concreto, así como las relaciones entre todos los anteriores.

## 2. SECCIÓN A: ADQUISICIÓN DE UNA PARTICIPACIÓN DEL 30% DE LA DIVISIÓN DEDICADA A LA FABRICACIÓN Y VENTA DE ZAPATOS DE GOLF POR PARTE DE UN FONDO DE INVERSIÓN.

Para aproximarnos a la primera cuestión a resolver en el presente caso práctico para el trabajo de fin de máster (el “Caso”) y a efectos meramente ilustrativos, se describe la situación accionarial del Grupo Castilla, ajustada con las premisas concretas sobre las que se plantea esta Sección A.



### 2.1 Alternativas para la adquisición de un 30% de la división dedicada a la fabricación y venta de zapatos de golf.

En primer lugar, la opción que, a primera vista, pueda parecer más evidente, es la adquisición directa del 30% de la división dedicada a la fabricación y venta de zapatos de golf, bien mediante la

adquisición de participaciones sociales en Calzado Deportivo Castilla, S.L.U., (“CDC”) o mediante la adquisición de los activos afectos a dicho Negocio.

La adquisición directa de participaciones ha de ser inmediatamente descartada pues el Negocio no constituye el 100% de la actividad de CDC, sino que forma parte de la actividad global y conjunta de la actividad de CDC. Por lo tanto, adquirir el 30% del capital social de CDC implicaría, no solo tener una participación del 30% en el Negocio, sino también adquirir el 30% del resto de actividades que integran el negocio conjunto y global de CDC y en las que el fondo de inversión no tiene interés alguno.

Caso distinto es la adquisición directa de los activos afectos al Negocio. Considerando que el fondo de inversión únicamente desea invertir en un 30% del Negocio y no en un 100%, resultaría extremadamente complicado organizar la actividad del Negocio de forma autónoma, pues éste no tendría personalidad jurídica propia ni órganos de gobierno societarios a través de los cuales se podría decidir sobre la actividad desarrollada por el Negocio.

En este orden de cosas, resulta evidente que la forma más adecuada de llevar a cabo la adquisición por parte del fondo de inversión del 30% del Negocio es a través de una modificación estructural de CDC, segregando o escindiendo el capital social de la misma de forma que la sociedad resultante quede integrada únicamente por el Negocio, es decir, a través de una adquisición indirecta por parte del fondo de inversión. A continuación, se exponen aquellas alternativas más aconsejables para la ejecución de la Operación, estando todas ellas contempladas en la Ley 3/2009 de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles (en adelante, la “LME”).

#### **2.1.1 Escisión, en la modalidad de segregación, de Calzado Deportivo Castilla, S.L.U, a favor de la entidad de nueva creación “Castilla Golf, S.L”, íntegramente participada por la primera.**

La primera alternativa contempla la escisión, en la modalidad de segregación (arts. 68.1.3ª y 71 LME) de una parte del patrimonio de CDC, parte que constituye una unidad económica independiente, dedicada a una actividad perfectamente diferenciable, como conjunto capaz de funcionar por sus propios medios (la fabricación de zapatos de golf), siendo sociedad beneficiaria, de nueva creación, “Fondo Castilla Golf, S.L” o “FCG”, íntegramente participada por la primera, por lo que la modificación estructural se beneficia de la simplificación de requisitos establecida en el art. 78.bis LME, constituyendo un supuesto previsto en los artículos 52.1, 49.1 y 51.1 LM, aplicables a la

segregación por remisión del art. 73.1, esto es, sin necesidad de informe de administradores ni de expertos sobre el proyecto de escisión, ni aumento de capital de la sociedad beneficiaria, ni aprobación de la segregación por la junta de accionistas de la sociedad escindida.

En méritos de la segregación, la parte del patrimonio que forma esa unidad económica quedará traspasada en bloque a la sociedad beneficiaria, por sucesión universal. A estos efectos, la entidad CDC debería comprometerse a poner a disposición de la sociedad beneficiaria FCG., mediante la formalización de contrato de arrendamiento, los inmuebles de su titularidad donde se venía realizando la actividad escindida de fabricación de calzado de golf, de manera que Castilla Golf, S.L. pueda disponer de dichos inmuebles de forma duradera para el ejercicio de la actividad económica.

La operación se acogería al Régimen General del Impuesto sobre Sociedades, y CDC integrará en su base imponible de dicho Impuesto la ganancia patrimonial correspondiente, conforme a su normativa reguladora. A este respecto, en virtud de lo dispuesto en el artículo 89 de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades, la entidad adquirente comunicará a la Administración Tributaria la opción por la no aplicación del Régimen Especial, previsto en el Capítulo VII, Título VII de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, de Impuesto sobre Sociedades.

Como mención adicional, conforme a lo establecido en el artículo 73.1 de la LME, por extensión de lo dispuesto en los artículos 31.1ª y 6ª, 49.1.1º y 52.1, no ha lugar a que el contenido del proyecto de escisión haga mención al respecto del tipo de canje de las participaciones sociales, la compensación complementaria en dinero que se hubiera previsto y, en su caso, el procedimiento de canje; tampoco a la fecha a partir de la cual los titulares de las nuevas acciones, participaciones o cuotas tendrán derecho a participar en las ganancias sociales y cualesquiera peculiaridades relativas a este derecho.

A los efectos de lo dispuesto en el artículo 64 del Estatuto de los Trabajadores, se ha constar expresamente que la escisión que se propone no tendrá impacto alguno sobre el empleo. El personal directamente afecto a la actividad de fabricación de calzado de golf se traspasará a la sociedad beneficiaria de nueva creación, Castilla Golf, S.L., quien se subrogará en todos los derechos y obligaciones respecto del personal transmitido.

Una vez se haya ejecutado la segregación, con la creación de FCG, el fondo de inversión podrá adquirir el 30% de las participaciones sociales de la misma.

### 2.1.2 **Escisión parcial**

Se segrega una parte del patrimonio de CDC, que no se extingue, traspasándose en bloque lo segregado a una sociedad beneficiaria por sucesión universal, siendo esta sociedad de nueva creación o ya existente, recibiendo los socios de la sociedad escindida – esto es, Zapaterías Castilla, S.A. – un número de participaciones sociales de la sociedad beneficiaria proporcional a su respectiva participación en la sociedad que se escinde y reduciendo ésta el capital social en la cuantía necesaria (art. 70 LME). Dado que la sociedad escindida – CDC – está íntegramente participada por ZC, no será necesario el informe de los administradores sobre el proyecto de escisión, ni el balance de escisión, la aprobación de la escisión por parte de la junta general de la sociedad beneficiaria, ni el cumplimiento con los requisitos de publicidad previstos legalmente para el proyecto de escisión (art. 78 bis y 73, en relación con el 42 y 51 de la LME).

### 2.1.3 **Aportación de rama de actividad.**

La Dirección General de Registros y Notariado (“**DGRN**”) admite, en su doctrina, la posibilidad de aportar una rama de actividad de una sociedad como aportación no dineraria en el capital de otra sociedad. En estos casos, la sociedad aportante recibe la totalidad de las participaciones sociales de la sociedad beneficiaria de la aportación y, además, la operación quedaría excluida del régimen legal previsto en la LME para las modificaciones estructurales. En cualquier caso, la aportación de rama de actividad no es una figura que esté concretamente regulada en nuestro ordenamiento jurídico.

Cierto es que, en cierta medida, el artículo 133 del Reglamento del Registro Mercantil (“**RRM**” en lo sucesivo) prevé que se realice la aportación de una empresa, por lo que podríamos entender que, aunque la legislación no regula la figura de aportación de rama de actividad, sí que la reconoce, como una operación diferenciada de cualquier modificación estructural establecida en la LME.

### 2.1.4 **Conclusión**

Existen múltiples alternativas para la adquisición por parte del fondo de inversión de un 30% del Negocio: escisión total, escisión parcial, segregación y aportación de rama de actividad.

A tal efecto, se ha de tener en cuenta que los fondos de inversión, por su naturaleza de tales, están orientados a obtener una rentabilidad de sus inversiones y la única forma de conseguir dicha rentabilidad es a través de la posterior desinversión. Para facilitar el proceso de desinversión, es

habitual en la práctica del *Private Equity* que cada inversión concreta – como en este caso es la adquisición de un 30% del Negocio – se realice a través de lo que se denomina “sociedad proyecto vehículo” o “SPV”, constituida por el propio fondo de inversión. Deberá ser la SPV la sociedad que adquiera la participación del 30% del Negocio, para de esta forma, poder encomendar al equipo concreto que realizó la inversión en primer lugar la gestión diaria de la sociedad y la posterior desinversión para obtener la rentabilidad deseada, tal y como se ha mencionado antes.

**2.2 Riesgo de que el negocio objeto de la adquisición herede la eventual responsabilidad penal (y/o responsabilidad civil asociada) de CDC, en relación con el presunto fraude de subvenciones. Cuál de las opciones contenidas en la sección 2.1 puede contribuir a eliminar o mitigar dicho riesgo.**

Los arts. 31 y 31 bis. del Código Penal (“CP”) establecen, desde la última reforma del propio CP en el año 2015, que responderá personalmente el que actúe como administrador de hecho o de derecho de una persona jurídica, o en nombre y representación legal o voluntaria de otro, aunque no concurren en él las condiciones, cualidades o relaciones que la correspondiente figura de delito requiera para poder ser sujeto activo del mismo, si tales circunstancias se dan en la entidad o persona en cuyo nombre o representación obre.

De forma coherente con lo expuesto en el párrafo anterior, la reforma introdujo, asimismo, en su artículo 130.2 CP, que ocurre con la responsabilidad penal heredada por otra entidad distinta. En este sentido, el CP indica que la transformación, fusión, absorción o escisión de una persona jurídica no extingue su responsabilidad penal, a diferencia de lo previsto en el apartado 1 del mismo artículo 130 CP para las personas físicas, que se trasladará a la entidad o entidades en que se transforme, quede fusionada o absorbida y se extenderá a la entidad o entidades que resulten de la escisión.

En atención a lo establecido en el CP, fácilmente podemos constatar el existente riesgo de que Fondo Castilla Golf, S.L. sea objeto de la transmisión de la eventual responsabilidad penal de CDC. Pese a que, para la elaboración del presente caso, no tenemos información exhaustiva sobre el estado actual del procedimiento administrativo sancionador en el que CDC se encuentra incurso, pero dicho procedimiento, con alta probabilidad, constituiría una línea roja para que el fondo de inversión tome una decisión sobre si invertir o no en el Negocio.

### 2.3 **Exclusión de los miembros de la familia Castilla del *scope* de la Operación.**

El fondo de inversión adquirente desea que los miembros de la familia Castilla no formen parte de la nueva sociedad dedicada a la fabricación y venta de zapatos de golf. Para el estudio de la viabilidad de dicha exclusión, habría que estar a lo dispuesto en el Estatuto de los Trabajadores (“**ET**” en lo sucesivo). El artículo 44 ET considera que el cambio de titularidad de una empresa, de un centro de trabajo o de una unidad productiva autónoma no extinguirá por sí mismo la relación laboral, quedando el nuevo empresario subrogado en los derechos y obligaciones laborales y de Seguridad Social del anterior, incluyendo los compromisos de pensiones, en los términos previstos en si normativa específica y, en general, cuantas obligaciones en materia de protección social complementaria hubiere adquirido el cedente. A efectos de lo establecido en el propio artículo 44 ET, se considerará que existe sucesión de empresa cuando la transmisión afecte a una entidad económica que mantenga su identidad, entendida como un conjunto de medios organizativos a fin de llevar a cabo una actividad económica, esencial o accesoria.

Las tres alternativas planteadas para llevar a cabo la adquisición del 30% del Negocio por parte del fondo de inversión, son perfectamente subsumibles en los supuestos de aplicación que recoge el art. 44 ET, pues tanto la escisión, como la segregación, como la aportación de rama de actividad, constituyen un supuesto de transmisión que afecta a una entidad económica que mantiene su identidad, entendida como un conjunto de medios organizativos a fin de llevar a cabo una actividad económica. Por tanto, dentro de las alternativas planteadas en la presente Sección A, es inevitable que la nueva sociedad creada para el desarrollo del Negocio deba subrogarse en los derechos y obligaciones laborales y de Seguridad Social de CDC afectos al Negocio.

El problema principal es que D. Alfredo Castilla, nieto del fundador del Grupo Castilla, presta servicios a la división de golf, por lo que entraría dentro de la esfera de la obligación de subrogación del fondo de inversión tras la ejecución de la operación, de acuerdo con el mencionado artículo 44 ET.

### 2.4 **Principales implicaciones de llevar a cabo una modificación estructural frente a la adquisición directa de activos y/o acciones/participaciones. Consecuencias de ambas alternativas.**

La adquisición directa de los activos presenta varios problemas y es la más compleja desde el punto de vista legal. Se ha de tener en cuenta que es probable que CDC no sea el pleno titular de todos los

activos relacionados con el Negocio, pues es habitual hoy en día el arrendamiento de activos. Por tanto, es probable que con la adquisición directa del 30% de los activos afectos al Negocio y propiedad de CDC, no se estuviera adquiriendo el 30% de la totalidad de los activos que a través de los cuales CDC obtiene la totalidad de los ingresos derivados de la división de producción y venta de zapatos de golf.

Suponiendo que la totalidad de los activos afectos al Negocio fueran titularidad y propiedad de CDC, nos encontraríamos con problemas de índole comercial y laboral, pues no sería habitual que los socios de CDC estuvieran dispuestos a transmitir el 30% de los activos sin obligar al fondo de inversión a asumir los pasivos (por ejemplo, los derivados de la financiación de los propios activos) financieros o laborales (salvo para aquellos casos para los que la Ley prevé una subrogación automática).

En segundo lugar, con respecto de la adquisición directa de participaciones, se trata de una opción absolutamente incompatible con los intereses del fondo de inversión, pues éste desea participar únicamente en la división de golf, algo rotundamente imposible en caso de que éste adquiriese las participaciones sociales directamente a CDC. Aunque adquiriera un número de participaciones sociales equivalente al volumen de negocio que representa un 30% de la división de golf, mediante la compraventa directa de participaciones sociales, sería inevitable que participara también en el resto de las divisiones o actividades desarrolladas, por CDC, compartiendo con esta última todos los riesgos derivados del resto de actividades que no son del interés del fondo de inversión. La presente opción de compraventa directa de participaciones sociales debería de ser inmediatamente descartada, por no ajustarse en absoluto a las intenciones de la inversión que el fondo desea realizar.

En este orden de cosas, la segregación, escisión y aportación de rama de actividad, son alternativas que presentan un gran número de diferencias con las opciones expuestas anteriormente, esto es, la adquisición directa de activos y la adquisición directa de participaciones (opciones muy poco recomendables, ambas). La principal diferencia es que a través de las modificaciones estructurales o de la aportación de rama de actividad, se consigue transmitir en bloque todo el patrimonio afecto al Negocio, a una sociedad vehículo, SPV, cuya única actividad consistirá en el Negocio, y en la que tanto CDC, en el caso de la segregación y de la aportación de rama de actividad, o Zapaterías Castilla, S.A., en el caso de la escisión, compartirían su participación en el capital social de la SPV con el fondo de inversión, en el régimen de 70% y 30% deseado por el fondo.

En cuanto a las principales diferencias entre las adquisiciones directas y las modificaciones estructurales, la LME, establece requisitos especiales para este tipo de operaciones (idénticos a los

establecidos para el procedimiento de fusión, salvo en aquellos casos en los que la LME prevea lo contrario para la escisión). En consecuencia, se ha de considerar que será necesario: (i) que las juntas generales de las sociedades involucradas en la modificación estructural; (ii) la elaboración de un proyecto de escisión o, en su caso, de segregación; (iii) la elaboración de un balance de escisión o, en su caso, de segregación; (iv) un informe de los administradores sobre el proyecto mencionado en el apartado (ii) anterior; (v) informe de experto independiente, en caso de que las sociedades involucradas en la escisión sean sociedades anónimas – siendo de aplicación a nuestro caso de escisión; (vi) obligaciones de publicidad e información a los socios relacionados con la documentación anterior; (vii) el transcurso del plazo de oposición de acreedores con respecto de la modificación estructural; (viii) se debe de formalizar la modificación estructural en escritura pública y llevarse al Registro Mercantil correspondiente para su inscripción; (ix) que de las obligaciones asumidas por la sociedad beneficiaria de la escisión o, en su caso, de la segregación y que resulten incumplidas, responderá solidariamente la sociedad escindida o segregada por el importe total de dicha obligación y por un periodo de 5 años; y (x) que existirá un periodo de impugnación de la escisión o, en su caso, de la segregación, que durará 3 meses en el caso de no haberse ajustado dicha modificación estructural al procedimiento legalmente establecido.

## **2.5 Protección de los acreedores en caso de llevarse a cabo una modificación estructural y motivo de dicha protección.**

La principal protección de los acreedores en el caso de una modificación estructural consiste en el derecho de oposición de acreedores, que se articula como la facultad que la ley reconoce a dichos acreedores cuando se produce un cambio en la persona del deudor y que puede afectar a su calidad crediticia, es decir, a la garantía de cobro. El derecho de oposición de acreedores viene regulado en el artículo 44 LME para el caso de fusión, aunque también se aplicará a los supuestos de escisión y segregación, por aplicación del artículo 73 LME.

Ahora bien, del derecho de oposición de acreedores se desprende que lo que se pretende es el mismo fin que si se exigiese el consentimiento de estos como requisitos para ejecutar las modificaciones estructurales. Aunque dicha medida fuese la más efectiva para conseguir la protección del derecho de los acreedores, presenta varios inconvenientes: (i) el procedimiento de la modificación estructural en cuestión se ralentizaría considerablemente; y (ii) se estaría otorgando a los acreedores una suerte de derecho de veto, que excede con creces la naturaleza de su derecho de crédito. Por ello, se ha decidido por otorgar en la LME un derecho de oposición a los acreedores, pues por la naturaleza de las

operaciones societarias y mercantiles, no es posible articularlo de una forma distinta que no rompa el dinamismo del mercado.

Relacionado con lo anterior está el hecho de que el propio artículo 44, en su apartado 2, realice la distinción entre dos tipos distintos de acreedores: (i) aquellos que tendrán reconocido el derecho de oposición; y (ii) aquellos que no tendrán reconocido el derecho de oposición. La referencia expresa recogida en el art. 44.2 LME a éstos últimos establece que *“Los acreedores cuyos créditos se encuentren ya suficientemente garantizados no tendrán derecho de oposición”*. En sentido contrario, los acreedores que sí que gozan del derecho de oposición a la modificación estructural son *“los acreedores de cada una de las sociedades que se fusionan cuyo crédito hubiera nacido antes de la fecha de inserción del proyecto de fusión en la página web de la sociedad o de depósito de ese proyecto en el Registro Mercantil y no estuviera vencido en ese momento”*. Si el proyecto de fusión, o en su caso, de escisión o segregación, no se hubiera insertado en la página web de la sociedad ni depositado en el Registro Mercantil competente, la fecha de nacimiento del crédito deberá haber sido anterior a la fecha de publicación del acuerdo de fusión, o en su caso, de escisión o segregación, o de la comunicación individual de ese acuerdo al acreedor.

En cuanto a la efectividad del derecho de oposición de los acreedores, es decir, si los propios acreedores podrían impedir la ejecución de una modificación estructural, si sus créditos no son suficientemente garantizados, el legislador no es del todo claro. El problema es que la LME establece en su art. 44.3 que *“En los casos en los que los acreedores tengan derecho a oponerse a la fusión, ésta no podrá llevarse al efecto hasta que la sociedad presente garantía...”*, mientras que en la propia exposición de motivos de la LME se indica que la propia ley *“evita que la infracción de los deberes a cargo de la sociedad, en caso de legítima oposición, puedan afectar a la eficacia de la fusión o de la escisión”*.

Tampoco indica el legislador si, en caso de que la modificación estructural quede inscrita en el Registro Mercantil, pese al ejercicio del derecho de oposición de acreedores, ésta podría ser anulada. El artículo 44.3 LME dicta de forma imperativa que *“no podrá llevarse a efecto hasta que la sociedad presente garantía...”*, mientras que el art. 44.4 LME deja entrever que el único recurso disponible para el acreedor es *“la interposición de demanda ante el Juzgado de lo Mercantil contra la sociedad*

*absorbente o contra la nueva sociedad en la que solicite la prestación de garantía del pago del crédito.”*

No es objeto del presente trabajo analizar en profundidad los tonos grises del artículo 44 LME, pero está claro que, de la redacción actual de dicho artículo, surgen varias dudas. Por lo tanto, habría que estar a las resoluciones de la DGRN para poder estar seguros de la interpretación de dicho precepto antes de ejercitar el derecho de oposición de acreedores.

En cualquier caso, los acreedores también gozaran de la protección del art. 80 LME, que podría aplicarse con posterioridad a la ejecución de la fusión, pues éste reconoce que *“de las obligaciones asumidas por una sociedad beneficiaria que resulten incumplidas responderán solidariamente las demás sociedades beneficiarias hasta el importe del activo neto atribuido en la escisión a cada una de ellas y, si subsistiera, la propia sociedad escindida por la totalidad de la obligación”*.

## 2.6 **Diferencia principal entre una escisión parcial y una segregación.**

Tanto la escisión parcial como la segregación están recogidas en la LME bajo el Título III – “De la escisión” - puesto que la segregación se concibe en la ley como un tipo de escisión. Podríamos decir, por tanto, que la segregación se configura en la LME como una modalidad escisoria. Aunque, a priori, podrían existir mayores similitudes entre la segregación parcial y la aportación de rama de actividad, que, entre la segregación parcial y la escisión parcial, el legislador ha decidido dotar a las segregaciones de un régimen jurídico prácticamente común con el resto de las modificaciones estructurales.

La diferencia principal entre una escisión parcial y una segregación es, sin duda, el receptor de las participaciones sociales de la sociedad beneficiaria, ya sea ésta existente o de nueva creación. La diferencia, es relativamente sencilla, en tanto que (i) en caso de escisión parcial, los socios de la sociedad escindida serán quienes perciban las participaciones sociales o acciones de la sociedad beneficiaria. Por tanto, en el caso concreto planteado en la presente Sección A, serán los socios de Zapaterías Castilla, S.A. quienes reciban las participaciones sociales de la SPV resultante de la posible escisión; mientras que (ii) en caso de segregación parcial, será la propia sociedad segregada quien perciba las participaciones sociales de la SPV resultante de la posible segregación, es decir, será la propia CDC quien ostente la condición de socio único de la SPV beneficiaria.

El impacto de optar por una opción u otra se verá reflejado en los órganos de gobierno de la sociedad, pues en caso de optar por una escisión, serán los socios de Zapaterías Castilla, S.A. quienes tomen

las decisiones sobre en sede de la nueva sociedad beneficiaria de la escisión, mientras que en caso de segregación, será la sociedad segregada, esto es, CDC, quien tome las decisiones, ejerciendo las facultades de la junta general, en virtud del artículo 15 LSC, en sede de la nueva sociedad beneficiaria de la segregación.

Por su similitud funcional, podríamos analizar asimismo las diferencias entre la segregación parcial y la aportación de rama de actividad. La principal diferencia radica en que la segregación está regulada, bajo un procedimiento formal estricto, en la LME, mientras que la aportación de rama de actividad estaría sujeta a las disposiciones comunes de las aportaciones sociales, y a las específicas establecidas para las aportaciones no dinerarias, recogidas en la LSC (art. 66 LSC).

## 2.7 **Órgano competente para la aprobación de una modificación estructural.**

En el caso de transformación, fusión, escisión o cesión global de activo y pasivo y traslado de domicilio al extranjero, la LSC establece en su artículo 160. g), que será competencia de la junta la aprobación de los acuerdos relativo a la ejecución de dichas actuaciones. La decisión, por tanto, se ha de tomar en la junta general, pues ésta constituye el ámbito de conformación de voluntad del sujeto jurídico. Además, el carácter imperativo del artículo 160 LSC tiene como consecuencia que todo aquello recogido en él, es indelegable al órgano de administración y, en el caso concreto de una modificación estructural, requerirá de mayoría reforzada en la junta.

No obstante, como matización a lo anteriormente expuesto, que aplicaría con carácter general, ha de estarse a lo dispuesto para las modificaciones estructurales simplificadas, que serían de gran utilidad en nuestro caso concreto. En atención a lo dispuesto por el art. 73 LME, en aplicación del art. 50 LME, es conveniente mencionar que, en caso de que la sociedad escindida sea titular de forma directa o indirecta de todas las participaciones sociales en que se divida el capital social de la sociedad beneficiaria de la escisión, la operación podrá realizarse sin necesidad de aprobación por la junta general de la sociedad beneficiaria, pudiendo acordar el órgano de administración si abordar o no la operación.

En relación con las alternativas propuestas para llevar a cabo la adquisición del 30% del Negocio por parte del fondo de inversión, conviene analizar las diferencias que en este aspecto presentaría la aportación de rama de actividad. La competencia para adoptar, en caso de aportación de rama de actividad, la decisión de efectuar la aportación corresponde a los administradores de la sociedad aportante. En el lado contrario, se requerirá que la sociedad beneficiaria de la aportación apruebe el

aumento de capital en sede de junta general. Hay que tener en cuenta, que cuando la rama de actividad que se aporta – el Negocio, en este caso – constituya un activo esencial a efectos del artículo 160. f) LSC, deberá ser la junta general el órgano competente para aprobar el acuerdo relativo a la aportación, en sede de la sociedad aportante.

## 2.8 Plan de acción sumario para la ejecución de la operación

Por los motivos comentados en las secciones anteriores del presente Caso, abordaremos la operación mediante una segregación parcial. A continuación, se resumen los pasos necesarios y calendario estimado para llevar a cabo el proceso de escisión por segregación parcial de la sociedad Calzado Deportivo Castilla, S.U. (la “**Sociedad Segregada**”, en esta sección 2.8) a favor de la sociedad de nueva creación “**NewCo**” o la “**Sociedad Beneficiaria**”, mediante el proceso simplificado al que puede acogerse, tal y como se ha expuesto con anterioridad, de conformidad con lo previsto en el artículo 78 bis LME:

Primero. Reunión del consejo de administración (o del órgano de administración correspondiente) de la Sociedad Segregada con el fin de:

- Redactar y suscribir el proyecto de segregación parcial (el “**Proyecto de Segregación**”).
- Aprobar, como balance de segregación, el balance integrante de las cuentas anuales correspondientes al ejercicio 2021, cerrado con fecha de 31 de diciembre de 2021.
- Aprobar, para el caso de que sea requerido por Zapaterías Castilla, S.A., la convocatoria de junta general con delegación expresa a favor del presidente

del consejo de administración de la facultad de determinar la fecha en que tendrá lugar la celebración.

Segundo. Publicación en la página web corporativa de la Sociedad Segregada<sup>1</sup>, con posibilidad de descargar e imprimir, la siguiente documentación:

- El Proyecto de Segregación.
- Las cuentas anuales y el informe de gestión de la Sociedad Segregada de los tres últimos ejercicios, así como los informes de auditoría de estas.
- El balance de escisión de la Sociedad Segregada.
- Los estatutos sociales vigentes de la Sociedad Segregada.
- El proyecto de escritura de constitución de la Sociedad Beneficiaria.
- La identidad de los miembros del consejo de administración de la Sociedad Segregada.

Tercero. Remisión al Registro Mercantil correspondiente de la certificación acreditativa de la inserción del Proyecto de Segregación en la página web, así como de la fecha en que ha tenido lugar.

Cuarto. Publicación en el BORME de la inserción del Proyecto de Segregación en la página web de la Sociedad Segregada.

Quinto. Inicio del cómputo del plazo de oposición de acreedores.

Sexto. Transcurrido un mes, finalización del plazo de oposición de acreedores.

Séptimo. Otorgamiento de la escritura pública de la Segregación Parcial y en virtud de la cual se constituirá la Sociedad Beneficiaria.

Octavo. Presentación en el Registro Mercantil de la escritura de Segregación Parcial.

Noveno. Inscripción de la escritura de Segregación Parcial en el Registro Mercantil de Madrid.

Ejecutada e inscrita la segregación parcial, será posible que el fondo de inversión adquiera las participaciones sociales representativas del 30% del capital social de la Sociedad Beneficiaria. En primer lugar, se deberá firmar la documentación necesaria para poder llevar a cabo, por parte del

---

<sup>1</sup> Voluntariamente, el Proyecto de Segregación también podrá depositarse en el Registro Mercantil.

Fondo y de sus asesores, un proceso completo de revisión legal, laboral, fiscal, comercial y financiera de la Sociedad Beneficiaria y del Negocio que a ella se ha aportado (la “**Due Diligence**”), consistente, en (i) la revisión de la información y documentación que CDC, a petición del Fondo y sus asesores, ha puesto a su disposición a través de una *data room* o cualquier medio similar; y (ii) la contestación por escrito a aquellas preguntas que el Fondo y sus asesores realicen a CDC con respecto de la Sociedad Beneficiaria. En este sentido, será de especial interés para el fondo comprobar que la única actividad de la Sociedad Beneficiaria consiste en la producción y venta de calzado de golf, es decir, el Negocio, y que las participaciones sociales están completamente libres de cargas y gravámenes, o cualesquiera otros derechos reales que puedan caer sobre las participaciones sociales.

El Fondo no adquirirá las participaciones sociales de la Sociedad Beneficiaria directamente, sino que lo hará a través de un vehículo de inversión de reciente constitución participado íntegramente por el Fondo (el “**Comprador**”), que habrá sido constituido o adquirido a los solos efectos de adquirir las participaciones sociales de la Sociedad Beneficiaria e instrumentalizar las actuaciones necesarias para llevar a cabo la adquisición del 30% del Negocio.

El Comprador y CDC, es decir, la Sociedad Segregada, suscribirán un contrato de compraventa de participaciones sociales (el “**SPA**”), con el propósito de regular los términos y condiciones bajo los que el Comprador compra y adquiere y CDC, vende y transmite, las participaciones sociales representativas del 30% del capital social de la Sociedad Beneficiaria.

Con respecto del posible contenido del SPA, es importante decir que el Fondo estaba interesado en excluir a los miembros de la familia Castilla de la esfera de la Operación. Por tanto, sería recomendable acordar en el SPA que la eficacia de las operaciones en él acordadas y, consiguientemente, la transmisión de la propiedad de las participaciones sociales quede sujeta al cumplimiento de una condición suspensiva “la “**Condición Suspensiva**”), consistente en la reasignación de funciones para Alfredo Castilla, dentro de CDC, de modo que, en el momento de la ejecución y cierre del SPA, Alfredo Castilla no tenga vínculo laboral alguno con la Sociedad Beneficiaria. Por lo tanto, se podrá firmar el SPA cuando el Fondo y CDC, estimen conveniente, pero se establecerá una fecha máxima de cierre, en la que se debería haber cumplido la Condición Suspensiva para la consumación de las actuaciones previstas en el SPA.

Dicho lo cual, se exponen a continuación las restantes actuaciones para la consumación de la compraventa de participaciones sociales entre el Fondo y CDC, es decir, la consumación de la

Operación mediante el otorgamiento de la correspondiente escritura pública (el “**Cierre**”). Se deberán realizar, en unidad de acto, las siguientes actuaciones:

- Primero. Aportación del certificado relativo a los requisitos aplicables a la transmisión de las participaciones sociales. CDC entregará al Fondo el certificado emitido por la persona con facultad certificante de la Sociedad Beneficiaria, en el que acredite que se han cumplido todos los requisitos legales y estatutarios para la transmisión de las participaciones sociales correspondientes.
- Segundo. CDC y el Fondo otorgaran ante notario una escritura de compraventa y transmisión de las participaciones sociales, conforme a la que, entre otras cuestiones:
- CDC venderá y transmitirá la propiedad de las participaciones sociales al Comprador, quien las adquirirá y recibirá.
  - El Comprador pagará a CDC el precio acordado en el SPA y en la forma acordada en éste.
  - CDC dará al Comprador carta de pago por el precio recibido.
- Tercero. En su caso, CDC entregará al Comprador prueba documental del cumplimiento de la Condición Suspensiva.
- Cuarto. CDC exhibirá los títulos de propiedad sobre las participaciones sociales. CDC, como vendedor, entregará al notario los títulos de propiedad sobre las participaciones sociales para que el notario anote la transmisión de estas en ellos. Los títulos de propiedad serán devueltos a CDC una vez que el notario haya realizado dicha anotación.
- Quinto. CDC deberá entregar al Comprador el libro registro de socios de la Sociedad Beneficiaria para que anote la transmisión de las participaciones sociales.
- Sexto. En caso de haberse realizado la Due Diligence mencionada anteriormente, lo habitual será que se otorgue una escritura pública de depósito del USB que contenga la información aportada durante la Due Diligence.
- Séptimo. A continuación, en su caso, y en relación con lo que se expondrá en la sección 2.9 siguiente, CDC y el Comprador, en su condición de socios titulares del 100% de las participaciones de la Sociedad Beneficiaria, suscribirán y elevarán a público el acuerdo

de socios de CDC y el Comprador, y la propia Sociedad Beneficiaria (el “**Acuerdo de Socios**”), cuyo contenido se desarrollará en la siguiente sección.

- Octavo. En caso de modificarse el órgano de administración de la Sociedad Beneficiaria tras la entrada del Comprador en el capital de ésta, lo habitual es que el órgano de administración preexistente en dicha sociedad fuera un administrador único (por motivos de agilidad), puesto que ésta estaría originalmente 100% participada por CDC. En tal caso, se entregará por CDC la carta de dimisión del administrador único saliente de la Sociedad Beneficiaria.
- Noveno. En relación con lo anterior, se designarán los miembros correspondientes del órgano de administración en la Sociedad Beneficiaria, de acuerdo con lo previsto en el Acuerdo de Socios, en concordancia con lo que se expondrá en la siguiente sección.
- Décimo. Una vez designados los miembros que compondrán el órgano de administración, se designarán, es seno de éste, los cargos que cada miembro pasará a ocupar dentro de este. Para ello, el consejo de administración deberá reunirse a efectos de adoptar los acuerdos relativos a la designación de cargos en el seno de dicho órgano, conforme esté previsto en el Acuerdo de Socios.
- Undécimo. Es habitual también que se proceda a exonerar de responsabilidad al administrador único saliente, por parte del Comprador; exoneración que deberá ser entregada por carta a CDC.

## 2.9 Breve explicación de los puntos a incluir en el Acuerdo de Socios.

En primer lugar, es importante mencionar que, tal y como se ha venido estructurando la ejecución de la adquisición del 30% del Negocio por parte del Fondo (la “**Operación**”), es decir, a través de una segregación parcial, el Acuerdo de Socios relativo al funcionamiento de la Sociedad Beneficiaria, se firmará entre CDC (puesto que es la Sociedad Segregada) y el Comprador (puesto que es la SPV creada por el Fondo al efecto de participar en la Sociedad Beneficiaria y en el Negocio).

En consecuencia con lo anterior, se explicarán, brevemente, a continuación, los principales puntos a incluir en el Acuerdo de Socios. Es de notable importancia saber que los puntos que se expondrán a continuación serían incluidos en caso de estar asesorando al fondo de inversión, puesto que, aunque finalmente se acuerden cláusulas del Acuerdo de Socios en beneficio de las dos partes, es decir, el Comprador y CDC (los “**Socios**”), se incluye en esta ejemplificación los puntos que son de interés para el fondo de inversión. Sin perjuicio de lo anterior, se mencionarán algunos de los acuerdos

habituales en los pactos de socios, pero haciendo mención expresa de que dichos acuerdos no beneficiarían a nuestro cliente, el Fondo – y el Comprador (el “**Socio Minoritario**”) - sino a CDC (el “**Socio Mayoritario**”).

- I. Entrando en el contenido del Acuerdo de Socios, se ha de tener en cuenta que, en ocasiones, no será posible trasladar todo el contenido del Acuerdo de Socios a los estatutos sociales, dado que la LSC no lo permite. Por ejemplo, esto ocurre con la prohibición total de transmitir las participaciones sociales por un tiempo. Por tanto, será importante incluir una cláusula estableciendo que, en caso de duda o discrepancia o conflicto o incongruencia entre los estatutos sociales de la Sociedad Beneficiaria y el Acuerdo de Socios, será este último el que prevalezca.
  
- II. Sin olvidar que nuestro cliente – el Fondo – está en minoría y que la mayoría de los asuntos que se acuerden en general podrán ser acordados por CDC en solitario, será de vital importancia exigir la inclusión en el Acuerdo de Socios de ciertas materias que deberán adoptarse necesariamente con el voto favorable del Comprador (las “**Materias Reservadas**”).

de la Junta”). A efectos de proteger los intereses del Socio Minoritario, deberán incluirse como Materias Reservadas de la Junta las siguientes:

- a. Las ampliaciones o reducciones de capital.
- b. La creación o modificación de clases o series de participaciones sociales que otorguen derechos preferentes.
- c. El cambio del tipo del órgano de administración de la Sociedad Beneficiaria a uno que no sea un consejo<sup>2</sup> y la fijación de un número de consejeros distinto del preexistente.
- d. El cambio del sistema de remuneración de los administradores en su condición<sup>3</sup> de tales y la fijación de la cuantía de la remuneración. Y
- e. La modificación de los estatutos de la Sociedad Beneficiaria, o sus eventuales filiales, incluido el cambio del domicilio social.
- f. Las modificaciones estructurales de la Sociedad Beneficiaria o sus eventuales filiales.
- g. Las operaciones de adquisición, enajenación o aportación a otra sociedad por un importe superior al que decida fijarse por los Socios, así como por activos esenciales en el sentido del artículo 160 LSC.
- h. Acuerdos o decisiones relativas a operaciones con los Socios o personas vinculadas<sup>4</sup> a cualquiera de los socios.
- i. La aprobación de las cuentas anuales.
- j. La disolución o liquidación de la Sociedad Beneficiaria o de cualquiera de las eventuales filiales.
- k. La adquisición de participaciones sociales de la Propia Sociedad Beneficiaria.
- l. La distribución de dividendos o cualquier otra fórmula de remuneración de los Socios, incluyendo distribución de reservas o prima, recompra de participaciones o pagos derivados de instrumentos de deuda con los Socios.

III. Como se ha mencionado, el órgano de administración de la Sociedad Beneficiaria será, con toda seguridad, un consejo de administración, por lo que, en primer lugar, se ha de acordar el

---

<sup>2</sup> Con toda seguridad, CDC no admitirá que el órgano de gobierno de la Sociedad beneficiaria sean dos administradores mancomunados o solidarios, sino que exigirá un consejo de administración, ya que al ostentar éste una participación del 70%, nombrar un órgano de administración distinto de un consejo de administración provocaría que su porcentaje de participación no estuviera debidamente representado en dicho órgano.

<sup>3</sup> Es decir, excluyendo la remuneración por sus funciones ejecutivas, por servicios prestados a la Sociedad Beneficiaria).

<sup>4</sup> Según se definen en el artículo 231 de la LSC.

número de miembros que compondrán dicho consejo de administración y a cuantos miembros tendrá derecho a nombrar cada uno de los Socios. Además, será necesario acordar quién decidirá sobre los cargos de presidente del consejo y secretario y, en su caso, vicesecretario, del consejo de administración. Se deberá incluir cuestiones de menor relevancia como la frecuencia de las reuniones del consejo o el modo de convocatoria o de asistencia. Lo verdaderamente importante es, de forma simétrica con lo que ocurre en la junta de socios, establecer aquellas materias que requerirán el voto favorable de los consejeros designados por el Socio Minoritario, es decir, el Comprador (las “**Materias Reservadas del Consejo**”). A continuación, se listan a título de ejemplo algunas de las posibles Materias Reservadas del Consejo:

- a. La aprobación y modificación del eventual plan de negocio o presupuesto anual de la Sociedad Beneficiaria o de las eventuales filiales.
- b. La transmisión, enajenación o desinversión de acciones o participaciones en sociedades y otro tipo de activos que por valor individual o por operación sean superiores a una determinada cantidad, que deberá de ser fijada por los Socios, siempre

que éstas no estén previstas en el plan de negocio o en el presupuesto anual previamente aprobado.

- c. La asunción de gastos operativos por un importe superior a la cantidad que decidan acordar los Socios.
- d. La suscripción, modificación o terminación de endeudamiento financiero de la Sociedad Beneficiaria por un importe<sup>5</sup> superior al que decidan acordar los Socios.
- e. El otorgamiento de garantías personales o reales.
- f. La suscripción de contratos y la realización de cualquier operación con, o pagos a, los Socios y personas vinculadas a estas.
- g. Reducción o incremento de la plantilla o modificación de las condiciones laborales.
- h. El cese o suspensión de actividades de la Sociedad Beneficiaria.
- i. Expansión a mercados en los que el Negocio no esté presente en el momento de la suscripción del Acuerdo de Socios.
- j. El cese del equipo directivo, en caso de existir, así como la modificación de su remuneración y la designación de los nuevos directos de la Sociedad Beneficiaria.
- k. Cualquier tipo de acuerdo de asociación, *partnership* o *joint venture* con un tercero.
- l. Aprobación o modificación o implementación de planes de incentivos para empleados.
- m. La creación de comisiones del consejo y nombramiento de miembros de estas.
- n. Otorgamiento de cualquier tipo de financiación a terceros, por una cantidad superior a la que los Socios decidan acordar entre ellos.
- o. El otorgamiento de poderes o facultades delegadas para adoptar acuerdos sobre Materias Reservadas del Consejo.
- p. El cambio del órgano de administración de las eventuales filiales.
- q. Iniciar o transar procedimientos judiciales o administrativos, por una cuantía superior a las que decidan acordar los Socios entre ellos.

IV. Por coherencia con la existencia de Materias Reservadas de la Junta y Materias Reservadas del Consejo, será necesario regular los supuestos en lo que se produzca la no adopción de un

acuerdo que pudiera resultar en el bloqueo de la Sociedad Beneficiaria o en el incumplimiento del Acuerdo de Socios por parte de alguno de los Socios.

- V. Es de especial importancia acordar en el Acuerdo de Socios, como se distribuirán los beneficios que se obtengan de la Sociedad Beneficiaria, es decir, si se repartirán dividendos, se destinará a reservas o se reinvertirá en la propia Sociedad Beneficiaria, entre otros.
- VI. Si hay miembros clave del Comprador que pasarán a formar parte del equipo directivo de la Sociedad Beneficiaria, en aras de incentivar los servicios que éstos presten a la Sociedad Beneficiaria, se podría articular la percepción para los mismos de un *bonus* o una compensación extraordinaria (el “**Rachet**”).
- VII. En suma, a lo anteriormente expuesto, podemos añadir la importancia de regular en el Acuerdo de Socios las transmisiones de las participaciones sociales de la Sociedad Beneficiaria. Las cláusulas que, en interés del fondo de inversión y, por tanto, del Socio Minoritario, creo que deberían incluirse en el Acuerdo de Socios, son las siguientes:
- i. Periodo de prohibición de transmisiones. Los Socios se deberán comprometer a no vender, ni transmitir, ni crear cargas sobre, ni enajenar por cualquier título, directa o indirectamente, la totalidad o parte de las participaciones sociales de la Sociedad Beneficiaria, o los derechos de asunción preferente a que las mismas pudieran dar lugar, de las que sea titular.
  - ii. Transmisiones autorizadas. En sentido recíproco con lo anterior, se regulará aquellas transmisiones que, en cualquier momento durante la vigencia del Acuerdo de Socios, éstos pudieran realizar. En interés de nuestro cliente, estas serían: (i) aquellas transmisiones autorizadas expresamente y por escrito por el otro Socio; y (ii) cuando se trate de transmisiones de participaciones de la Sociedad Beneficiaria a sociedades controladas por el Socio.
  - iii. Derecho de venta conjunta (*tag along*). En este sentido, nos interesaría que el Comprador disponga de un derecho de venta conjunta en virtud del cual, en el caso de que CDC, el Socio Mayoritario, decida enajenar, por cualquier título, la totalidad de sus participaciones en la Sociedad a cualquier tercero, el Comprador tenga derecho a transmitir por el mismo título la totalidad de sus participaciones en la Sociedad

---

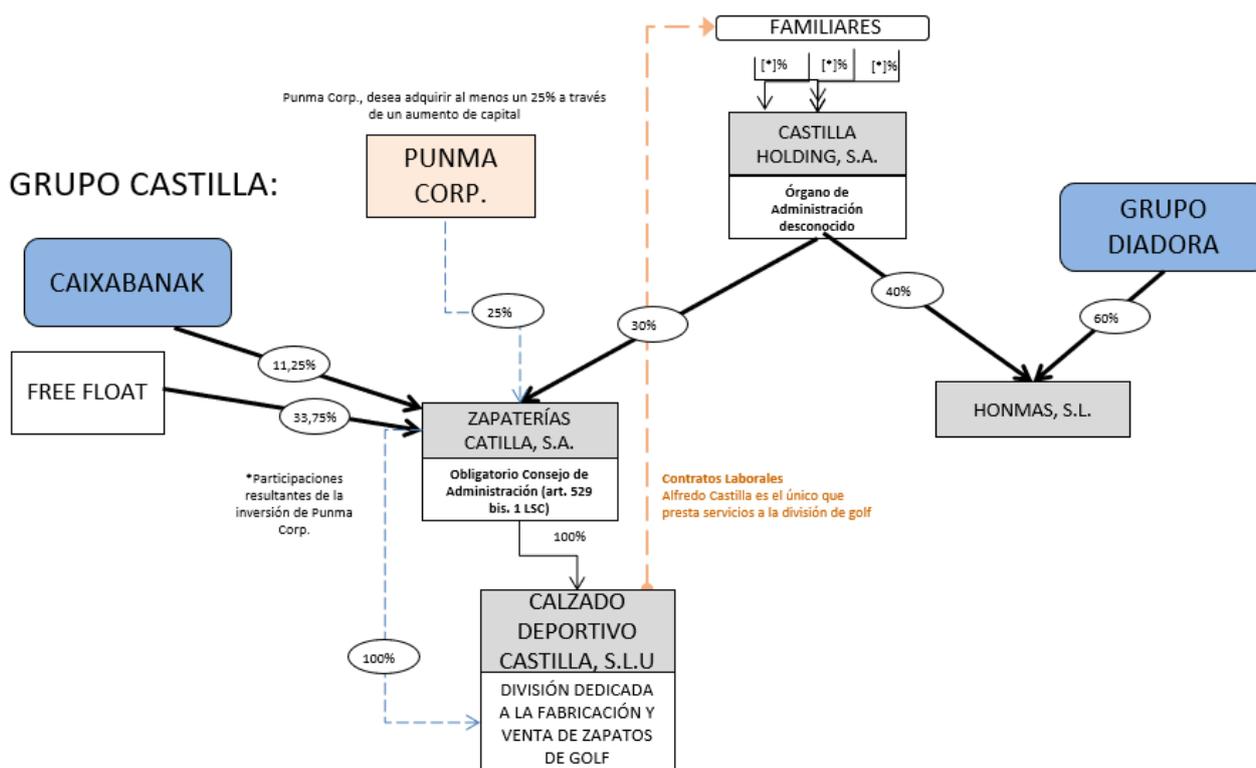
<sup>5</sup> En general, dicho importe suele estar medido por un ratio, referenciado a valores como la Deuda Financiera Neta sobre el EBITDA, por ejemplo. Los Socios deberán acordar que se ha de entender, a efectos del Acuerdo de Socios, por Deuda Financiera Neta o por EBITDA, ya que en función de la naturaleza del negocio de que se trate, estos términos pueden oscilar ligeramente.

Beneficiaria a dicho tercero. De forma recíproca con el derecho anterior, sería muy habitual que CDC exigiese incluir un derecho de arrastre (*tag along*) en virtud del cual, CDC disponga de un derecho de venta conjunta en el caso de que CDC decida enajenar, por cualquier título, la totalidad de sus participaciones en la Sociedad Beneficiaria, éste pueda obligar al Comprador a transmitir por el mismo título la totalidad de sus participaciones en la Sociedad Beneficiaria. Nosotros no incluiríamos dicha cláusula porque no beneficia a nuestro cliente, pero, en general, las empresas dedicadas a la inversión exigen su inclusión pues suele ser de vital importancia para ellas conocer a las personas con las que comparten el negocio en el que han invertido, y no suelen estar cómodos cohabitando en el funcionamiento de la sociedad con aquellos que no conocen. En todo caso, para poder ejercitar tanto estos dos derechos recientemente expuestos, como cualquier otro regulado en el Acuerdo de Socios, deberá de establecerse un procedimiento de ejercicio de los correspondientes derechos.

- iv. Por la naturaleza de nuestro cliente – el fondo de inversión – se deberán de articular en el Acuerdo de Socios los principios generales que rijan la desinversión del Comprador en la Sociedad Beneficiaria. Por tanto, habrá de reconocerse en el Acuerdo de Socios que constituye una condición y principio esencial para el Comprador poder contar con una oportunidad de salida, a partir de un momento determinado, que le permita desinvertir la totalidad de su participación en la Sociedad Beneficiaria y en las eventuales filiales.

### 3. **SECCION B: ADQUISICIÓN DEL 25% DE ZAPATERÍAS CASTILLA, S.A., POR PARTE DE PUNMA CORP., A TRAVÉS DE UNA AMPLIACIÓN DE CAPITAL**

A continuación, se describe la situación accionarial en caso una adquisición por parte de Punma Corp. (“**Punma**”), de un 25% del accionariado de Zapaterías Castilla, S.A., a través de un aumento de capital.



### 3.1 Exclusión del derecho de adquisición preferente de los socios de Zapaterías Castilla, S.A. y posibles consecuencias.

En la presente Sección B, se aplicará por primera vez en el Caso, el Título XIV de la LSC destinado al régimen especial de las Sociedades Anónimas Cotizadas y determinado en los artículos 495 y siguientes de la LSC. En todo lo no regulado en la LSC, se regulará en otras normas legales como la Ley del Mercado de Valores.

Teniendo en cuenta lo anterior, se expondrá a continuación los principales requisitos para excluir el derecho de adquisición preferente de los socios de Zapaterías Castilla, S.A., del que son titulares todos los socios de ZC en virtud del artículo 304 LSC. Sobre la exclusión del derecho de adquisición preferente decidirá, en virtud del artículo 160 LSC y del artículo 308 LSC, la junta general de socios de ZC. Para las sociedades cotizadas, como es el caso de ZC, ha de entenderse, por la redacción actual del artículo 504 LSC – artículo que regula el régimen de supresión del derecho de adquisición

preferente – que deben cumplirse los requisitos establecidos en el artículo 308 LSC para las sociedades anónimas no cotizadas y sociedades limitadas.

La exclusión, total o parcial, del derecho de suscripción preferente en sociedades cotizadas, realizado siempre en aras del interés social de la sociedad, requerirá, en virtud del artículo 308 LSC:

- a) *Que los administradores elaboren un informe en el que especifiquen el valor de las acciones de la sociedad y se justifiquen detalladamente la propuesta y la contraprestación a satisfacer por las nuevas acciones, con la indicación de las personas a las que hayan de atribuirse y que un experto independiente, distinto del auditor de cuentas de la sociedad, nombrado a estos efectos por el Registro Mercantil, elabore otro informe, bajo su responsabilidad, sobre el valor razonable de las acciones de la sociedad, sobre el valor teórico del derecho de preferencia cuyo ejercicio se propone suprimir o limitar y sobre la razonabilidad de los datos contenidos en el informe de los administradores.*
- b) *Que en la convocatoria de la junta se haya hecho constar la propuesta de supresión del derecho de preferencia, el tipo de emisión de las nuevas acciones y el derecho de los socios de examinar en el domicilio social el informe o informes a los que se refiere el párrafo anterior, así como pedir la entrega o el envío gratuito de estos documentos.*
- c) *Que el valor nominal de las nuevas acciones, más, en su caso, el importe de la primera se corresponda con el valor que resulte del informe de experto independiente, en este caso, por tratarse de una sociedad anónima.*

En suma de lo anterior, como se ha comentado inicialmente, será de aplicación el artículo 504 LSC aplicable a las sociedades anónimas cotizadas. En este sentido:

- a) *La exclusión del derecho de suscripción preferente en sociedades cotizadas requerirá, con carácter general, del informe de experto independiente previsto en el artículo 308, siempre que el consejo de administración eleve una propuesta para emitir acciones o valores convertibles con exclusión del derecho de suscripción preferente, por un importe superior al 20 % del capital. En los casos en los que el importe de la emisión sea inferior al 20 % del capital, la sociedad cotizada podrá, no obstante, obtener voluntariamente dicho informe.*

- b) *En los supuestos no contemplados en el apartado 1 de este artículo, el valor nominal de las acciones a emitir, más en su caso el importe de la prima de emisión, deberá corresponder al valor razonable que resulte del informe de los administradores.*
- c) *Salvo que los administradores justifiquen otra cosa, para lo cual será preciso aportar el oportuno informe de experto independiente, y, en cualquier caso, para operaciones que no superen el 20 % del capital, se presumirá que el valor razonable es el valor de mercado, establecido por referencia a la cotización bursátil, siempre que no sea inferior en más de un diez por ciento al precio de dicha cotización.*
- d) *Las acciones podrán ser emitidas a un precio inferior al valor razonable. En ese caso, el informe de los administradores deberá justificar que el interés social no solo exige la exclusión del derecho de suscripción preferente, sino también el tipo de emisión propuesto. Adicionalmente será precisa la elaboración del informe de experto independiente, el cual se pronunciará específicamente sobre el importe de la dilución económica esperada y la razonabilidad de los datos y consideraciones recogidos en el informe de los administradores para justificarla.*

Teniendo en cuenta los requisitos que la LSC establece para la supresión del derecho de adquisición preferente, habría que hacer las siguientes consideraciones, puesto que será la junta general quien ostente la capacidad de acordar dicha supresión del derecho de adquisición preferente:

- Que las juntas generales extraordinarias, en virtud del artículo 515 LSC, podrán ser convocadas con una antelación mínima de quince días, siempre y cuando la sociedad ofrezca a los accionistas la posibilidad efectiva de votar por medios electrónicos accesibles a todos ellos. Dicha convocatoria deberá ser anunciada, de modo que se garantice un acceso a la información rápido y no discriminatorio entre todos los accionistas, utilizando al menos: (i) el Boletín Oficial del Registro Mercantil o uno de los diarios de mayor circulación en España; (ii) La página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores; y (iii) la página web de la sociedad convocante.
- En cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 517 LSC, el anuncio deberá contener una información clara y exacta de los trámites que los accionistas deberán seguir para participar y emitir su voto en la junta general, incluyendo: (i) el derecho a solicitar información, a incluir puntos en el orden del día y a presentar propuestas de acuerdo,

así como el plazo para su ejercicio; (ii) el sistema para la emisión del voto por representación, con especial indicación de los formularios que deban utilizarse para la delegación del voto y de los medios que deban emplearse para que la sociedad pueda aceptar una notificación por vía electrónica de las representaciones conferidas; y (iii) los procedimientos establecidos para la emisión del voto a distancia, sea por correo o por medios electrónicos.

No obstante lo anterior, se nos dice que la oferta del inversor estadounidense llega en un momento en el que el Grupo Castilla requiere importantes inversiones para renovar las fábricas e invertir en nuevas tecnologías. Cobra especial importancia la necesidad del Grupo Castilla, a efectos de la supresión del derecho de suscripción preferente, pues la LSC nos dice que dicha supresión ha de hacerse cuando el interés social así lo requiera.

En cuanto al informe del experto independiente, la LSC nos dice que será necesario cuando se pretenda emitir acciones por un valor superior al 20% del capital social. En caso contrario, el informe podrá ser obtenido de forma voluntaria. Lo anterior es relevante en nuestro caso concreto pues Punma Corp., desea realizar una inversión para adquirir el 25% del capital de ZC, y es por ello que, en este caso, la obtención de un informe de experto independiente sería preceptiva y no voluntaria.

Las consecuencias del incumplimiento de los requisitos establecidos para suprimir el derecho de adquisición preferente serán la impugnación de los acuerdos sociales, en virtud de lo dispuesto en el artículo 204 LSC, pues serán impugnables los acuerdos sociales que sean contrarios a la Ley, se opongan a los estatutos o al reglamento de la junta de la sociedad o lesionen el interés social en beneficio de uno o varios socios o de terceros. Sin perjuicio de lo anterior, cuando el incumplimiento de los requisitos se ocasione como consecuencia de los deberes de alguno o todos los administradores, el artículo 236 LSC dispone que los administradores responderán frente a la sociedad, frente a los socios y frente a los acreedores sociales, del daño que causen por actos u omisiones contrarios a la ley o a los estatutos o por los realizados incumplimiento los deberes inherentes al desempeño de su cargo, siempre y cuando haya intervenido dolo o culpa.

### **3.2 Órgano competente para acordar la exclusión del derecho de suscripción preferente**

Como se ha venido señalando en la sección 3.1 anterior, el órgano competente para acordar la exclusión del derecho de suscripción preferente es la junta general de socios. En sede de las

sociedades anónimas no cotizadas, el artículo 308 LSC no prevé ninguna facultad de delegación en favor del órgano de administración de la sociedad para acordar la exclusión del derecho de suscripción preferente. Sin embargo, al igual que ocurre con gran parte de las cuestiones relativas con las sociedades anónimas cotizadas, hay una excepción para éstas.

El artículo 506 LSC amplía las facultades delegables por la junta general de socios en favor del órgano de administración, estableciendo que *“cuando la junta delegue en los administradores la facultad de aumentar el capital social podrá atribuirles también la facultad de excluir el derecho de suscripción preferente en relación con las emisiones que sean objeto de delegación si el interés de la sociedad así lo exigiera. La delegación para aumentar el capital con exclusión del derecho de suscripción preferente no podrá referirse a más del veinte por ciento del capital de la sociedad en el momento de la autorización”*.

Es importante resaltar el hecho de que el artículo 506 LSC, al decir *“...en el momento de la autorización...”* se está refiriendo al capital autorizado definido en el artículo 297.1 LSC. Además, en nuestro caso concreto, debido a que Punma Corp., está interesada en suscribir un 25% del capital de ZC, se estaría rebasando el umbral establecido por el artículo 506 LSC y fijado en el veinte por ciento del capital de la sociedad en el momento de la autorización, por lo que sería imposible la delegación de la facultad de la exclusión del derecho de adquisición preferente en el consejo de administración.

En cualquier caso y, pese a que no encaja en la situación de inversión planteada en esta Sección B, conviene recordar que los administradores deberán poner a disposición de los accionistas un informe que justifique la propuesta de delegación de esa facultad, y dicho informe deberá acompañarse en el acuerdo de ampliación adoptado con base en la delegación de la junta.

Además, el anuncio de convocatoria de la junta general en el que figure la propuesta de delegar en los administradores la facultad de aumentar el capital social deberá, en su caso, contener expresamente la autorización a los mismos para excluir el derecho de suscripción preferente.

Por todo lo expuesto anteriormente, podemos concluir que el órgano competente inicialmente para suprimir o excluir el derecho de suscripción preferente de los accionistas de ZC sería la junta general, aunque, como hemos visto, la LSC prevé que se pueda delegar dicha facultad en el órgano de

administración de la sociedad, previo cumplimiento de todos los requisitos previstos en la LSC para ello.

### 3.3 **Sobre la exclusión del derecho de suscripción preferente cuando el precio de emisión incluya un descuento sobre el precio de cotización**

El artículo 308 LSC establece que el informe del experto independiente a que se refiere dicho artículo versará; (i) sobre el valor razonable de las acciones de la sociedad; (ii) sobre el valor teórico del derecho de preferencia cuyo ejercicio se propone suprimir o limitar; y (iii) sobre la razonabilidad de los datos contenidos en el informe de los administradores.

Lo cierto es que la LSC no establece qué debemos entender por valor razonable, aunque sí establece, desde la reciente modificación de la LSC por la Ley 5/2021, en su artículo 504.3, que se presumirá que el valor razonable es 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. Por ello, podemos entender que en tanto el descuento del precio de emisión de las nuevas acciones no difiera en más de un 10% del precio de cotización, se emitan al precio que se emitan, se estarían emitiendo al valor razonable<sup>6</sup>.

Como matiz a lo anterior, el artículo 504.4 LSC establece con claridad que *“las acciones podrán ser emitidas a un precio inferior al valor razonable”*. En tal caso, la LSC prevé que el informe de los administradores deba justificar que el interés social no solo exige la exclusión del derecho de suscripción preferente, sino también el tipo de emisión propuesto. Adicionalmente – continúa diciendo la LSC – será precisa de la elaboración de un informe de experto independiente, el cual se pronunciará específicamente sobre el importe de la dilución económica esperada y la razonabilidad de los datos y consideraciones recogidos en el informe de los administradores para justificarla.

La principal conclusión que obtenemos del texto legal es que es perfectamente posible excluir el derecho de suscripción preferente cuando el precio de emisión incluya un descuento sobre el precio de cotización. Dependiendo de si el precio de emisión difiere, a la baja, en más de un 10% con respecto del precio de cotización, se requerirá el informe de experto independiente para comprobar la razonabilidad de dicho descuento, o no, aplicando la presunción de identificación entre el valor razonable y el precio de cotización explicado anteriormente y recogido en el artículo 504.3 LSC.

---

<sup>6</sup> No es objeto de estudio del presente Caso explicar las formas de cálculo del valor de cotización o del valor razonable que, en general, habrá de ser calculado en observancia de las recomendaciones dadas por el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (“ICAC”).

### 3.4 Consecuencias derivadas del hecho de que Punma, tras suscribir la ampliación de capital y haber adquirido el 25% de ZC, pudiera nombrar a más de la mitad de su órgano de administración

Para abordar la presente cuestión, se tendrá en cuenta la regulación contenida en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (“RDOPA”), así como la LMV, es decir, 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.

La principal consecuencia que produce el hecho de que Punma pueda nombrar a más de la mitad del órgano de administración de ZC, radica en que, si tal acontecimiento ocurre, se consideraría que ha alcanzado el control de ZC. A estos efectos, se entiende por “control” la definición que nos da el Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se aprueba el Código de Comercio (el “Código de Comercio”), en su artículo 42, al dictar que *“se presumirá que existe control cuando una sociedad, que se calificará como dominante, se encuentre en relación con otra sociedad, que se calificará como dependiente, en alguna de las siguientes situaciones: (a) Posea la mayoría de los derechos de voto. (b) Tenga la facultad de nombrar o destituir a la mayoría de los miembros del órgano de administración...”*. La definición de “control” del artículo 42 del Código de Comercio encaja perfectamente con la situación que se nos plantea, en la que Punma tendrá la facultad de nombrar a la mayoría de los miembros del consejo de administración de ZC.

La definición anterior es la más habitual con respecto de lo que se considera control, pero la LMV presenta una especialidad, en su artículo 131, en cuanto al concepto de “control” con respecto de lo que se dispone en el artículo 128 LMV, pues según la citada ley, se entenderá que una persona física o jurídica tiene individualmente o de forma conjunta con las personas que actúen en concierto con ella, el control de una sociedad cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30%; o bien cuando haya alcanzado una participación inferior y designa, en los términos que se establezcan reglamentariamente, un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hubiera designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad.

A la vista de lo anterior, hemos de remitirnos al artículo 128 de la LMV, que recoge que *“quedará obligado a formular una oferta pública de adquisición por la totalidad de las acciones u otros valores*

*que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición y dirigida a todos sus titulares a un precio equitativo quien alcance el control de una sociedad cotizada”.*

Queda claro, por tanto, que en el momento en el que Punma haya designado un número de consejeros representativos de más de la mitad del total del consejo de administración, ésta se verá obligada a formular la oferta pública de adquisición (“OPA”) sobre el total del capital social de ZC. Dicha obligación de formular una OPA no existirá hasta el momento de la efectiva designación de tales miembros del consejo de administración, nunca antes (art. 4.1 b) RDOPA).

El artículo 4.1 RDOPA establece un ámbito temporal de 24 meses siguientes a la fecha de adquisición del porcentaje inferior al 30% al que hace referencia el artículo 131 LMV y el propio artículo 4.1 RDOPA, para la efectiva designación del número de miembros necesario para que aplique el procedimiento de la OPA. Por lo tanto, concluimos que no se producen consecuencias especiales por el hecho de que Punma, al suscribir acciones representativas del 25% del capital social de ZC, pudiera tener derecho a designar a la mayoría de los miembros del consejo de administración de ZC. **Por tanto, hasta que no se produjera la efectiva designación de dichos consejeros, no pesaría sobre Punma la obligación de iniciar el procedimiento de OPA.** Dicho procedimiento de OPA no se desarrolla en la presente sección, porque no sería aplicable a la situación actual planteada para la adquisición de Punma, y porque desarrollarla implicaría la mera reproducción de un procedimiento estrictamente regulatorio y rígido sobre el que pocas aclaraciones se podrían aportar.

### 3.5 **Conceptos de “precio equitativo” y “squeeze out” o “compraventa forzosa” en relación con una OPA. Requisitos para llevar a cabo un squeeze out.**

El artículo 130 LMV considera que el precio es equitativo cuando, como mínimo, sea igual al precio más elevado que haya pagado el obligado a formular la OPA o las personas que actúen en concierto con él por los mismos valores durante un periodo de tiempo anterior a la oferta determinado reglamentariamente y en los términos que se establezcan. En desarrollo de lo establecido por el artículo 130 LMV, el artículo 9 del RDOPA, establece el periodo de tiempo al que se refiere el primer artículo, dictando que *“las ofertas públicas de adquisición a que se refiere este Capítulo deberán efectuarse con un precio o contraprestación no inferior al más elevado que el oferente o personas que actúen concertadamente con él hubieran pagado o acordado por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta”.*

Dado que Punma, antes de expresar su voluntad de adquirir el 25% del capital social de ZC no era propietaria de ninguna acción de ZC, no podríamos aplicar el artículo 9 RDOPA a efectos de calcular el precio equitativo. En este sentido, el artículo 9.3 RDOPA reza que *“cuando la oferta obligatoria deba formularse sin haberse producido previamente la adquisición por el oferente ni por las personas que actúen en concierto con él de las acciones de la sociedad afectada en el periodo de doce meses antes referido, el precio equitativo no podrá ser inferior al calculado conforme a las reglas de valoración contenidas en el artículo 10”*.

En consecuencia, debemos estar a las normas de valoración contenidas en el artículo 10 RDOPA, que en su apartado 5, establece las siguientes normas de valoración:

*“a) Valor teórico contable de la sociedad y en su caso, del grupo consolidado, calculado con base en las últimas cuentas anuales auditadas y, si son de fecha posterior a éstas, sobre la base de los últimos estados financieros.*

*b) Valor liquidativo de la sociedad y en su caso, del grupo consolidado.*

*c) Cotización media ponderada de los valores durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de la propuesta de exclusión mediante la publicación de un hecho relevante, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubiera negociado.*

*d) Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el año precedente a la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión.*

*e) otros métodos de valoración aplicables al caso concreto y aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional, tales como, descuentos de flujos de caja, múltiplos de compañías y transacciones comparables u otros.”*

Los métodos para calcular el “precio equitativo” en relación con una OPA no son otros que los recogidos en el RDOPA y expuestos de forma inmediatamente anterior.

En otro orden de cosas, el *squeeze out* viene definido en el artículo 47 RDOPA, cuando se dicta que aquel que hubiera formulado una OPA dirigida al total de las acciones u otros valores, una vez liquidada la oferta, podrá exigir a los restantes titulares de acciones u otros valores afectados por la oferta su venta forzosa, a un precio equitativo. En sentido recíproco, cualquiera de los titulares mencionados anteriormente podrá exigir del oferente que le compre la totalidad de sus valores a un

precio equitativo. Lo anterior constituye una especie de derecho de opción de venta y de compra que se activa tras la ejecución de una OPA. El RDOPA establece como condiciones al ejercicio de los derechos de compraventa forzosa que, en la fecha de liquidación de la oferta: (i) el oferente sea titular de los valores que representen al menos el 90% del capital con derecho de voto de la sociedad afectada; y (ii) que la oferta pública previa hubiera sido aceptada por titulares de valores que representen al menos el 90% de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido.

Los requisitos poder ejecutar el *squeeze out* o compraventa forzosa son, además de los ya expuestos, los que se recogen en el artículo 48 RDOPA, esto es:

- a) El plazo máximo para exigir la venta o compra forzosas será de tres meses a contar desde la fecha de finalización del plazo de aceptación.
- b) En el folleto explicativo de la oferta se indicará si el oferente tiene intención de exigir la venta forzosa en caso de que se den las condiciones mencionadas en el artículo 47.
- c) Dentro de los tres días hábiles siguientes al de publicación del resultado de la oferta, el oferente comunicará a la Comisión Nacional del Mercado de Valores si se dan las condiciones mencionadas en el artículo 47.
- d) Tan pronto como adopte la decisión y, como máximo, dentro del plazo indicado en el apartado 1, el oferente comunicará a la Comisión Nacional del Mercado de Valores si exigirá o no la venta forzosa. Si lo hiciera, deberá fijar la fecha de la operación entre los 15 y 20 días hábiles siguientes a la comunicación de su decisión a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que ésta difundirá públicamente. La decisión del oferente será irrevocable.
- e) El oferente dará difusión pública y general de las características de la venta forzosa por los medios previstos en el artículo 22, en el plazo máximo de los 5 días hábiles siguientes a la fecha de publicación por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- f) 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.
- g) Las entidades encargadas de la liquidación estarán obligadas a realizar los traspasos de los valores y del efectivo que sean necesarios para consumir la venta o la compra forzosas en los plazos previstos en los apartados d) y f) anteriores.

- h) En el caso de venta forzosa, todos los gastos derivados de la compraventa o canje y liquidación de los valores serán por cuenta del oferente.
- i) Una vez acreditada la liquidación de las operaciones ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores se podrá retirar la garantía.
- j) La realización de la operación de venta forzosa determinará la exclusión de negociación de los valores afectados. Dicha exclusión será efectiva a partir de la liquidación de la operación. Si como consecuencia de la realización de las operaciones de compra forzosa el oferente pasara a ser titular de todos los valores, éstos quedarán igualmente excluidos de negociación a partir de la liquidación de la última operación, salvo si la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a solicitud del oferente, le concede un plazo de un mes para restablecer el cumplimiento de los requisitos de difusión y liquidez del valor en cuestión. Transcurrido dicho plazo, sin que se produzca tal restablecimiento, los valores quedarán excluidos de negociación automáticamente.
- k) La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá establecer, mediante Circular, los demás extremos que juzgue necesarios para la aplicación del procedimiento descrito en este artículo.

#### 4. **SECCION C: DESINVERSIÓN DE CASTILLA HOLDING, S.A., EN HONMAS, S.L.**

##### 4.1 **Órgano competente para adoptar la decisión de vender la participación de Castilla Holding, S.A. en Honmas, S.L., y potenciales consecuencias de su incumplimiento**

La información más relevante que debemos conocer a efectos de poder concluir si se ha adoptado la decisión de Castilla Holding, S.A. (en adelante, “CH”) de desinvertir en la sociedad en la que participaba - Honmas, S.L. (“**Honmas**”) – es si dicha participación constituye o no un activo esencial para CH. Como se ha venido diciendo en secciones anteriores, el artículo 160. f) LSC reza que será competencia de la junta general deliberar y acordar sobre la adquisición, la enajenación o la aportación a otra sociedad de activos esenciales. A estos efectos, se presumirá el carácter esencial del activo cuando el importe de la operación supere el veinticinco por ciento del valor de los activos que figuren en el último balance aprobado. Pese a que es altamente improbable que las participaciones representativas del 40% del capital social de Honmas tengan carácter de activo esencial para CH, dicha información no se nos ha aportado. En caso de no tratarse de un activo esencial, dicha operación

constituiría un acto de gestión ordinaria en el tráfico de la actividad de CH y perfectamente podría haber sido acordada por el consejo de administración de ésta.

Por otro lado, si dicha operación de desinversión constituyera un activo esencial, se estaría contraviniendo el artículo 160. f) LSC y se deberían analizar las posibles consecuencias de dicha operación.

En tanto que se haya realizado la operación en contravención de la LSC, sería conveniente analizar si la venta de la participación en Honmas tendrá efectos frente a terceros. El artículo 234 LSC indica que, en el caso del consejo de administración, el poder de representación de la sociedad corresponde al propio consejo, que actuará colegiadamente. No obstante, los estatutos podrán atribuir el poder de representación a uno o varios miembros del consejo a título individual o conjunto. En tanto que los administradores de la sociedad son sus representantes en el ámbito externo, la venta tendrá plena validez frente a terceros. Por tanto, el incumplimiento de lo previsto en el artículo 160 LSC tendrá consecuencias en el ámbito interno de CH.

A tal efecto, la LSC dispone, el artículo 236 y siguientes, de mecanismos de control y de responsabilidad para aquellos casos en los que los administradores incumplan su deber de representación con sujeción a la LSC. En este sentido, el artículo 238 LSC prevé el ejercicio de la acción social de responsabilidad, consistente en la acción contra los administradores que se entablará por la sociedad, previo acuerdo de la junta general, que puede ser adoptado a solicitud de cualquier socio, aunque no conste en el orden del día y que se adoptará por mayoría ordinaria, en todo caso. Dicha acción de social de responsabilidad prescribirá a los cuatro años a contar desde el día en que hubiera podido ejercitarse, es decir, desde el día en que los socios de CH hubiesen conocido de la venta de la participación en Honmas.

#### **4.2 Posibilidad de los accionistas de CH de ejercitar alguna acción contra la decisión de los administradores. Posible reclamación de responsabilidad.**

En efecto, tal y como se ha venido explicando brevemente en la sección 4.1 anterior, la decisión de los administradores surtirá plenos efectos frente a terceros, por lo que no será posible “deshacer” la venta en cuestión. Ahora bien, los socios disconformes con los acuerdos del consejo de administración, que representen al menos un 1% del capital social, podrán impugnar judicialmente dichos acuerdos, siempre que no hubieren transcurrido más de 30 días desde que tuvieron conocimiento de los acuerdos y que no hubiere transcurrido más de un año desde su adopción, todo

ello al amparo de lo establecido en el artículo 251 LSC. Por tanto, no será hasta que se dicte una sentencia judicial y que esta devenga firme, que el acuerdo de venta pueda declararse nula por un juez. No obstante, la nulidad del acuerdo de venta del consejo de administración no tendrá como consecuencia directa la nulidad del acto de venta frente al tercero adquirente, siempre y cuando este último hubiera adquirido las participaciones sociales de buena fe. Únicamente será posible declarar nulo el acto de la venta si se demostrase que el tercero adquirente adquirió las participaciones sociales de mala fe y siendo consciente de la ilegalidad de los actos del consejo de administración.

En relación con lo expuesto anteriormente en la presente sección y en la sección 4.1 anterior, en virtud del artículo 236 LSC, CH podrá realizar la acción de responsabilidad contra los administradores de la sociedad, siempre y cuando: que el daño causado se haya originado por actos u omisiones de los administradores que sean contrarias a la ley o a los estatutos o por los realizados incumpliendo los deberes inherentes al desempeño de su cargo, siempre y cuando haya intervenido dolo o culpa. Es de importante mención que se revierte la carga de la prueba en este caso, pues según la LSC, la culpa de los administradores se presumirá, salvo prueba en contrario, cuando el acto sea contrario a la ley o a los estatutos sociales. Serán los administradores sociales lo que hayan de probar que no existe un nexo de causalidad entre el acto realizado por ellos o su omisión y el daño causado a la sociedad o a sus accionistas.

Además, todos los administradores que hubieran votado favorablemente el acuerdo responderán solidariamente, salvo los que prueben 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 (art. 237 LSC).

La LSC pone a disposición de los socios el derecho de ejercer una acción individual de responsabilidad si los actos de los administradores hubieran derivado un perjuicio particular para alguno de ellos (art. 241 LSC).

#### **4.3 Relación entre la junta general, el órgano de administración (en las distintas formas que éste puede adoptar), el consejero delegado y los apoderados.**

En todas las sociedades de capital, han de existir dos órganos sociales: (i) la junta general, como órgano deliberante y conformador de la voluntad social; y (ii) el órgano de administración, al que corresponde la administración y gestión de la sociedad y la representación de esta en la esfera externa. Se podría entender, que la junta es un órgano superior al que el órgano de administración se subordina.

En las sociedades de pequeño tamaño, dicha afirmación se corresponde en gran medida con la realidad, mientras que, en las grandes sociedades, se fortalece el poder del órgano de administración frente al de la junta general. La superioridad jerárquica vino reflejada con la introducción del artículo 161 LSC, que establece que la junta puede someter a su previa autorización determinados asuntos de gestión, así como dar instrucciones sobre éstos al órgano de administración.

En cuanto al modo de organizar el órgano de administración, el artículo 210 LSC indica que se puede organizar una sociedad de los siguientes modos:

- a) Administrador único o varios solidarios: En caso de que la junta decida que este será el modo de organizar la administración de la sociedad, los administradores dispondrán de plenas facultades para ejercer la representación de la sociedad individualmente.
- b) Administradores conjuntos o mancomunados: Las funciones del órgano de administración, en este caso, se ejercitarán de forma conjunta por, al menos, dos de ellos, siendo insuficiente la firma de uno solo de ellos para representar a la sociedad o tomar decisiones de gestión, cualesquiera que sean.
- c) Consejo de administración: En caso de nombrarse un consejo de administración, los consejeros deberán tomar todas sus decisiones de forma colegiada con, al menos, el régimen de mayorías exigido en la LSC.

La relación entre los apoderados y el órgano de administración se basa en que éste último es el único que puede otorgar el poder de representación de la sociedad en favor de terceros, pues el apoderado realiza funciones propias de un administrador, por delegación expresa de éste. La junta general de una sociedad no es competente para otorgar poderes en favor de un tercero pues el ámbito de representación de la sociedad queda fuera de su esfera competencial. En cambio, la junta general sí que podrá apoderar a terceros indirectamente, esto es, acordar en sede de junta dar instrucciones al órgano competente (el órgano de administración) para otorgar ciertos poderes en favor de terceros. En este sentido, la junta general podrá acordar el otorgamiento de poderes con tanta amplitud como estime conveniente, mientras que el órgano de administración no podrá otorgar poderes sobre aquellas materias sobre las que no ostente competencia alguna.

Por otro lado, el consejero delegado de una sociedad sólo tendrá cabida dentro de ésta cuando la junta general decida que la forma apropiada para organizar la administración de la sociedad es un consejo de administración. De especial importancia resulta que la LSC, en su artículo 249, prevea para el

consejo delegado un listado de facultades indelegables en el consejero delegado, como puedan ser: (i) la supervisión del efectivo funcionamiento de las comisiones que hubiera constituido y de la actuación de los órganos delegados y de los directivos que hubiera designado; (ii) la determinación de las políticas y estrategias generales de la sociedad; (iii) la autorización o dispensa de las obligaciones derivadas del deber de lealtad conforme a lo dispuesto en el artículo 230 LSC; (iv) su propia organización y funcionamiento; (v) la formulación de las cuentas anuales y su presentación a la junta general; (vi) la formulación de cualquier clase de informe exigido por la ley al órgano de administración siempre y cuando la operación a que se refiere el informe no pueda ser delegada; (vii) el nombramiento y destitución de los consejeros delegados de la sociedad, así como el establecimiento de las condiciones de su contrato; (viii) el nombramiento y destitución de los directivos que tuvieran dependencia directa del consejo o de alguno de sus miembros, así como el establecimiento de las condiciones básicas de sus contratos, incluyendo su retribución; (ix) las decisiones relativas a la remuneración de los consejeros, dentro del marco estatutario y, en su caso, de la política de remuneraciones aprobada por la junta general; (x) la convocatoria de la junta general de accionistas y la elaboración del orden del día y la propuesta de acuerdos; (xi) la política relativa a las acciones o participaciones propias; y (xii) las facultades que la junta general hubiera delegado en el consejo de administración, salvo que hubiera sido expresamente autorizado por ella para subdelegarlas.

La diferencia radical entre los apoderados y los consejeros delegados es que las limitaciones que se hayan establecido sobre el consejero delegado, aunque se hallen inscritas en el registro, obligarán a la sociedad en todo caso frente a terceros, mientras que cuando un apoderado se extralimite en el ejercicio de sus facultades, la sociedad poderdante no quedará obligada por los actos derivados de dicha extralimitación. Los apoderados ostentan una condición de representantes voluntarios, por lo que, a diferencia de los consejeros delegados, no constituyen una suerte de órgano de administración en sí mismos.

#### **4.4 Intervención de la junta general en asuntos de gestión**

Los asuntos de gestión de una sociedad, por la definición que la LSC nos da sobre las competencias del órgano de administración, serán competencia de éste. Sin embargo, la LSC prevé expresamente y con suficiente claridad algunas excepciones a lo anterior. A saber:

- i. El artículo 160. f), implica que la junta general podrá tener competencia exclusiva sobre la gestión de la sociedad cuando dicha gestión esté relacionada con activos esenciales (término que ya ha quedado suficientemente explicado en secciones anteriores).

- ii. El artículo 161 LSC establece que “*salvo disposición contraria en los estatutos, la junta general de las sociedades de capital podrá impartir instrucciones al órgano de administración o someter a su autorización la adopción por dicho órgano de decisiones o acuerdos sobre determinados asuntos de gestión, sin perjuicio de lo establecido en el artículo 234.*”. Queda plenamente claro que la junta general puede intervenir en la gestión de la sociedad.

#### **4.5 Adopción de decisiones unilateralmente por parte de un miembro del consejo de administración.**

No se puede afirmar que los administradores puedan adoptar decisiones unilateralmente, puesto que, en esencia, se trata de un órgano colegiado que deberá adoptar las correspondientes decisiones por mayoría. En ningún caso se prevé que, un miembro, actuando individualmente, pueda conformar la voluntad del consejo de administración. No obstante, el artículo 223.2 LSC establece que los estatutos sociales podrán atribuir el poder de representación a uno o varios miembros del consejo a título individual o conjunto. Lo anterior no significa que el individuo al que se le atribuya dicho poder de representación sustituya las funciones del consejo, sino que, en el ámbito externo, podrá representar a la sociedad frente a terceros en los mismos términos y con tanta amplitud como lo haría el consejo en su conjunto. Sin embargo, lo anterior en ningún caso podría privar al consejo de administración de pronunciarse sobre cualesquiera materias que le sean legal o estatutariamente atribuidas.

Caso distinto sería el del consejero delegado, pues éste habrá de considerarse como un órgano de administración en sí mismo. En virtud del artículo 249 LSC, el consejo de administración podrá designar de entre sus miembros a uno o varios consejeros delegados, estableciendo el contenido, los límites y las modalidades de delegación. Para ello, se requerirá el voto favorable de, al menos, dos terceras partes del consejo de administración. Ello no significa que el consejero delegado pueda sustituir íntegramente al consejo, pues es el propio consejo el que ha establecido los límites del ejercicio de las funciones del consejero delegado y el que podría volver a delimitarlas en cualquier momento si lo estima conveniente. Por lo tanto, el poder de representación unilateral que ostenta el consejero delegado es tal, porque, de origen, el conjunto del consejo de administración lo ha considerado conveniente.

En este sentido, la LSC en su artículo 249 bis ha desarrollado una serie de facultades que son indelegables en el consejero delegado o en cualquier otra persona. Dichas facultades consisten en:

*“a) La supervisión del efectivo funcionamiento de las comisiones que hubiera constituido y de la actuación de los órganos delegados y de los directivos que hubiera designado.*

*b) La determinación de las políticas y estrategias generales de la sociedad.*

*c) La autorización o dispensa de las obligaciones derivadas del deber de lealtad conforme a lo dispuesto en el artículo 230.*

*d) Su propia organización y funcionamiento. e) La formulación de las cuentas anuales y su presentación a la junta general.*

*f) La formulación de cualquier clase de informe exigido por la ley al órgano de administración siempre y cuando la operación a que se refiere el informe no pueda ser delegada.*

*g) El nombramiento y destitución de los consejeros delegados de la sociedad, así como el establecimiento de las condiciones de su contrato.*

*h) El nombramiento y destitución de los directivos que tuvieran dependencia directa del consejo o de alguno de sus miembros, así como el establecimiento de las condiciones básicas de sus contratos, incluyendo su retribución.*

*i) Las decisiones relativas a la remuneración de los consejeros, dentro del marco estatutario y, en su caso, de la política de remuneraciones aprobada por la junta general.*

*j) La convocatoria de la junta general de accionistas y la elaboración del orden del día y la propuesta de acuerdos.*

*k) La política relativa a las acciones o participaciones propias.*

*l) Las facultades que la junta general hubiera delegado en el consejo de administración, salvo que hubiera sido expresamente autorizado por ella para subdelegarlas.*

En conclusión, podríamos afirmar que las decisiones que el consejero delegado tome unilateralmente surtirán plenos efectos y vincularán plenamente a la sociedad frente a terceros, pero matizando que para ello será necesaria la voluntad previa del consejo de administración del otorgar al consejero delegado tal condición.

\*\*\*