

TRABAJO DE FIN DE MÁSTER



Director: Profesor Doctor Fernando Igartua Arregui

Alumno: Rodrigo Fernández-Chillón García-Moreno

Índice de Contenido:

SECCIÓN A	3
1. OBJETO	3
1.1. <i>Perspectiva de la Operación</i>	3
1.2. <i>Cuestiones previas que considerar</i>	3
2. PRINCIPALES ALTERNATIVAS PARA LLEVAR A CABO LA OPERACIÓN	4
2.1. <i>Carve-Out y consiguiente compraventa de participaciones</i>	4
2.2. <i>Compraventa de las participaciones sociales</i>	13
2.3. <i>La compraventa de activos y sus principales diferencias con la compraventa de participaciones sociales</i>	17
2.4. <i>Step-Plan de la Operación propuesta</i>	18
3. CUESTIONES PENALES QUE TENER EN CUENTA CON RESPECTO A LA OPERACIÓN	18
3.1. <i>Responsabilidad penal de la Sociedad Beneficiaria de la Modificación Estructural de Calzado</i>	19
3.2. <i>Mecanismos de protección frente al traslado de responsabilidad penal</i>	21
4. CUESTIONES LABORALES QUE TENER EN CUENTA CON RESPECTO A LA OPERACIÓN	22
4.1. <i>La sucesión de empresa concurrente a la Modificación Estructural</i>	22
4.2. <i>Alternativas que se proponen para excluir a D. Alfredo Castilla</i>	23
5. PACTO DE SOCIOS A FIRMAR	23
5.1. <i>Órgano de administración de la Target</i>	24
5.2. <i>Junta General de Socios de la Target</i>	25
5.3. <i>Régimen de transmisión de las participaciones sociales</i>	26
5.4. <i>Otras cuestiones para tener en cuenta</i>	28
6. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES DE LA SECCIÓN A	29
SECCIÓN A – ANEXO I ESTRUCTURA SOCIETARIA ACTUAL DEL GRUPO	31
SECCIÓN A – ANEXO II ESTRUCTURA SOCIETARIA RESULTANTE DEL CARVE-OUT	32
SECCIÓN A – ANEXO III ESTRUCTURA RESULTANTE TRAS LA ESCISIÓN PARCIAL Y LA COMPRAVENTA	33
SECCIÓN A – ANEXO IV ESTRUCTURA RESULTANTE TRAS LA SEGREGACIÓN Y LA COMPRAVENTA	34

SECCIÓN A – ANEXO V PLAN DE ACCIÓN SUMARIO PARA LA OPERACIÓN.....	35
SECCIÓN B.....	40
1. OBJETO.....	40
1.1. Cuestiones previas que considerar.....	40
2. REQUISITOS Y FORMALIDADES PARA LLEVAR A CABO LA OPERACIÓN.....	41
2.1. Exclusión del derecho de suscripción preferente.....	41
2.2. Consecuencias del no cumplimiento de los requisitos a la hora de suprimir el derecho de suscripción preferente.....	43
3. ÓRGANO COMPETENTE PARA LA APROBACIÓN DEL AUMENTO DE CAPITAL.....	44
4. POSIBILIDAD DE EMITIR ACCIONES POR DEBAJO DEL PRECIO DE COTIZACIÓN.....	44
5. LA OBLIGACIÓN DE LANZAR UNA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN (OPA).....	45
5.1. Concurrencia de los requisitos para lanzar una OPA.....	45
5.2. Precio equitativo y squeeze out.....	47
6. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES DE LA SECCIÓN B.....	48
SECCIÓN B - ANEXO I ORGANIGRAMA Y ESTRUCTURA DE CAPITAL DE ZAPATERÍAS	50
SECCIÓN C.....	51
1. OBJETO.....	51
1.1. Cuestiones previas que considerar.....	51
2. ADOPCIÓN DEL ACUERDO DE COMPRAVENTA.....	52
2.1. Órgano competente para aprobar la Compraventa.....	52
2.2. Posibles consecuencias frente a terceros de la no adopción del acuerdo.....	53
2.3. Eventual responsabilidad de los administradores.....	53
3. ÓRGANOS DE GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES MERCANTILES Y RELACIÓN ENTRE LOS MISMOS.....	54
3.1. La relación entre la junta general y el órgano de administración.....	55
3.2. Formas de organización del órgano de administración.....	55
3.3. Posibilidad de la Junta General de intervenir en asuntos de gestión.....	57
3.4. La figura del consejero delegado y su ámbito de poder de representación.....	58
4. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES DE LA SECCIÓN C.....	60
BIBLIOGRAFÍA.....	62

SECCIÓN A

1. OBJETO.

La Sección A del presente informe (el "**Informe**") tiene como objeto establecer las principales alternativas e implicaciones a través de las cuales el fondo de inversión Private Equity X (en adelante, el "**Fondo**" o el "**Comprador**") adquiera una participación del 30% de la división de golf (la "**Operación**") de la sociedad Calzado Deportivo Castilla, S.L.U. (en adelante, "**Calzado**" o el "**Vendedor**").

1.1. Perspectiva de la Operación.

Calzado es una sociedad española que se dedica principalmente a la producción y comercialización de zapatillas deportivas. Se encuentra participada al 100% por Zapaterías Castilla, S.A. ("**Zapaterías**" o el "**Socio Único**") sociedad cotizada en la bolsa de Madrid desde 2018 y fundada en 1952 por D. Aurelio Castilla.

A su vez, Zapaterías se encuentra participada en un 40% por Castilla Holding, S.A. ("**Castilla Holding**"), sociedad controlada por los descendientes de la familia Castilla; en un 15% por Caixabank, S.A.; mientras que el 45% del capital restante es *free float* o capital flotante.

Castilla Holding, Zapaterías y Calzado se podrán referir conjuntamente como el "**Grupo**". Se adjunta como **Anexo I** la estructura actual del Grupo, en la que se incluye la división de golf como objetivo de la Operación.

1.2. Cuestiones previas que considerar.

De la información provista por las partes cabe destacar para la redacción de la Sección A del presente Informe:

- I. La división de golf (la "**División**") es una división independiente de Calzado, la cual se dedica exclusivamente a la producción y comercialización de zapatillas de golf, que cuenta con grandes perspectivas de crecimiento. El objeto de la Operación es la adquisición por parte del Fondo de una participación del 30% en la División.
- II. En el año 2015 se inició un procedimiento administrativo sancionador (el "**Procedimiento Administrativo Sancionador**") contra Calzado, después de que esta recibiese subvenciones estatales por valor de seis millones de euros (6.000.000 €) para el desarrollo de una zapatilla con podómetro.

- III. El Procedimiento Administrativo Sancionador fue suspendido en el año 2016, tras iniciarse la instrucción de un proceso penal por fraude de subvenciones (el "**Proceso Penal**"), siendo investigados Calzado y varios accionistas significativos de Castilla Holding. A día del presente Informe, el Proceso Penal continúa en fase de instrucción, manteniéndose los mismos investigados.
- IV. D. Alfredo Castilla, nieto del fundador de Zapaterías, presta servicios para la División, contando con contrato laboral ordinario. También hay otros miembros de la familia Castilla que prestan servicios laborales para Calzado. Existe un interés por parte del Fondo de excluir a cualquier miembro de la familia Castilla de la Operación.
- V. Tras la realización de la Operación, será necesaria la firma de un pacto de socios (el "**Pacto de Socios**") que regule las relaciones entre el Fondo (o en su caso el vehículo que utilice este para llevar a cabo la operación) y el otro socio, ya sea el mismo Calzado, Zapaterías o un tercer socio.

2. PRINCIPALES ALTERNATIVAS PARA LLEVAR A CABO LA OPERACIÓN.

2.1. Carve-Out y consiguiente compraventa de participaciones.

Para permitir que se adquiriera tan solo un 30% de la División y lo mismo se realice a través de un corte limpio, la opción que se propone es la de "sacar" la División de Calzado (el "**Carve-Out**"), o bien a través de una modificación estructural, es decir, una escisión parcial o segregación en la que la sociedad beneficiaria sea una sociedad de nueva creación (la "**Modificación Estructural**"); o bien, a través de una ampliación de capital no dineraria en la que se aporte la rama de negocio; es decir, que se aporte la División en una Sociedad cuyo socio único sea el Vendedor. Ambas alternativas se explicarán a fondo más adelante.

Una vez concluido el Carve-Out y ya existiendo una sociedad que posea la División (la "**Target**"), se podrá firmar un contrato de compraventa de participaciones sociales a través del cual el Comprador adquirirá una participación del 30% en la Target.

Así, la Operación se dividiría en dos pasos. Por una parte, llevar a cabo el Carve-Out a través de la Modificación Estructural, para a continuación firmar un contrato de compraventa que se elevará a público.

2.1.1. Carve-Out: escisión parcial o segregación acogiendo al régimen simplificado.

La forma más sencilla para sacar la división y poder proceder con la compraventa es a través de la Modificación Estructural, ya sea a través de una escisión parcial o una segregación. La principal característica es que se tratará de una modificación estructural

con constitución de nuevas sociedades, que por lo tanto se podrá acoger al régimen simplificado establecido en la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles (la "LME"), exigiéndose menos requisitos para ser completada.

A través de la Modificación Estructural que sea propone, ya sea escisión parcial o segregación, la sociedad escindida o segregada, esto es, Calzado, traspasaría, sin extinguirse y por sucesión universal, una parte de su patrimonio, siendo este una unidad económica independiente (que se concreta en la División), a una sociedad de nueva creación, que será la sociedad beneficiaria (la "**Sociedad Beneficiaria**"¹), y que recibirá la División con todos sus derechos y obligaciones inherentes a ella.

Ahora bien, la principal diferencia entre la segregación y la escisión parcial es quien recibiría las participaciones de la sociedad beneficiaria de la Modificación Estructural. En el caso de la escisión parcial, es el socio de la sociedad escindida, esto es Zapaterías, quien recibiría la totalidad del capital social de la sociedad beneficiaria; mientras que, en el caso de la segregación, sería la propia sociedad segregada, esto es Calzado, quien recibiría el 100% del capital sociedad de la sociedad beneficiaria.

En consecuencia, en el caso de que se opte por la escisión parcial, Zapaterías se convertiría en el socio único de la sociedad beneficiaria, es decir, de la Target de la que después el Fondo adquiriría la participación. En cambio, si se opta por la segregación Calzado se convertiría en el socio único de la Target.

Por ello y debido a la estructura societaria del Grupo, debemos aclarar una cuestión que nos podría hacer decantarnos por la segregación en vez de por la escisión parcial. Como se expone en el apartado 2.1. anterior, el Carve-Out se realiza con la idea de que, con posterioridad a la ejecución de este, se produzca la compraventa de las participaciones de la sociedad beneficiaria al Fondo. Teniendo en cuenta esto, debemos hacer referencia a si será necesario que dicha compraventa sea autorizada por la Junta General de socios/accionistas de la sociedad vendedora esto es Calzado en caso de segregación y Zapaterías en el caso de escisión parcial; ya sea porque se considera a la participaciones de la división como un activo esencial según se define en el artículo 160 f) del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital ("**Ley de Sociedades de Capital**")².

¹ Nótese bien, que la Sociedad Beneficiaria es la misma que la Target.

² El artículo 160 f) de la Ley de Sociedades de Capital establece que es competencia de la junta general deliberar y acordar "*la adquisición, la enajenación o la aportación a otra sociedad de activos esenciales. Se presume el carácter esencial del activo cuando el importe de la operación supere el veinticinco por ciento del valor de los*

De esta manera, si optamos por la segregación, dicha aprobación sería fácilmente obtenible mediante un acta de decisiones del socio único de Calzado³ (que es la propia Zapaterías) en la que se autorizase la compraventa. En cambio, si optamos por la escisión parcial, habría que convocar a la Junta General de Zapaterías, teniendo en cuenta que la misma es una sociedad cotizada y que el acuerdo podría no llegar a ser aprobado según la estructura de capital que actualmente existe. Además, se ahorraría en tiempo y en costes, por lo que supone convocar una Junta General Extraordinaria de una sociedad cotizada como Zapaterías.

Por otra parte, se debe tener en cuenta que en el caso de la escisión parcial y en el supuesto de que aplique, esto es cuando la escisión parcial no se realice mediante la disminución del importe de reservas de libre disposición⁴, será necesario proceder con una reducción de capital social en la sociedad escindida, esto es, en Calzado, en el momento de que se produce el traspaso de la División.

Para mayor claridad se adjunta como **Anexo II** la estructura societaria del Grupo resultante del Carve-Out, tanto mediante escisión parcial, como mediante segregación.

2.1.2. Tipo de sociedad mercantil como beneficiaria de la Modificación Estructural.

Es práctica habitual de mercado que la sociedad que se constituya como resultado de la Modificación Estructural sea una Sociedad Limitada (S.L.) en vez de una Sociedad Anónima (S.A.). Esto es, debido a que, en términos generales, las normas que rigen las S.L. son más flexibles en comparación con las que rigen una S.A.

De hecho, muchas de las normas que rigen las S.L. son dispositivas y pueden modificarse para satisfacer las necesidades e intereses específicos de los socios a través de los estatutos sociales. El hecho de que los requisitos de auditoría de cuentas, nombramientos de experto independiente y publicidad sean menos estrictos para las S.L. reduce los costes del día a día de estas sociedades.

activos que figuren en el último balance aprobado". A la hora de calificar un activo como "esencial" hay que analizar si la operación excede el ámbito de la administración ordinaria de la sociedad y si tiene un impacto en los derechos o intereses de los socios.

³ De conformidad con el artículo 15 de la Ley de Sociedades de Capital, en las sociedades unipersonales el socio único ejercerá las facultades de la Junta General.

⁴ Art. 70.1 de la LME con relación a la Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 4 de noviembre de 2015 (BOE 24 de noviembre). Se debe recordar, que tras la reducción de reservas y consecuentemente del patrimonio neto, Calzado no podrá quedar en situación de disolución o reducción de capital social obligatoria.

Sin embargo, las S.L. no tienen derecho a emitir bonos u otros valores ni a cotizar en bolsa, lo que reduce en cierta medida las posibles alternativas de financiación de la sociedad.

Teniendo en cuenta ambas posibilidades, quedaría abierto y dependiente del plan de inversión del Fondo, que la Sociedad Beneficiaria sea una S.L. o una S.A.. Sin embargo, teniendo en cuenta que, en estos casos, lo más habitual es que el fondo revenda su participación entre 3 y 5 años, lo normal es que se constituya una S.L., cuyo régimen de transmisión de participaciones puede ser flexibilizado vía estatutos.

2.1.3. Documentación y actuaciones para llevar a cabo el Carve-Out a través de la Modificación Estructural propuesta.

El Carve-Out mediante Modificación Estructural se propone con la idea de que se acoja al régimen simplificado recogido del artículo 78 bis de la LME⁵. Así, en el supuesto de escisión parcial o segregación en el que la sociedad beneficiaria sea de nueva constitución, si las participaciones de dicha nueva sociedad se atribuyen a los socios de la sociedad que se escinde o se segrega proporcionalmente a los derechos que tenían en el capital de ésta, no serán necesarios: (i) el informe de administradores sobre el proyecto de escisión, (ii) el informe de experto independiente y (iii) el balance de escisión. Además, como Calzado es una Sociedad Limitada Unipersonal, y el acuerdo de aprobar la Modificación Estructural se realizará por decisión de su socio único, no será necesario la publicación de la documentación en la página web de Calzado, ni su depósito en el Registro Mercantil.

En el supuesto planteado, se constituirá una nueva sociedad, la Sociedad Beneficiaria o Target, recibiendo o bien Zapaterías, o bien Calzado el 100% del capital social de la misma.

Se debe tener en cuenta que los requisitos y documentación exigidos son los mismos para la escisión parcial y para la segregación, con las diferencias que se establecen en el apartado 2.1.1. anterior. Estos trámites deberán ser cumplimentados únicamente por la sociedad escindida/segregada (esto es, Calzado), ya que la Sociedad Beneficiaria se constituirá en la propia escritura en la que se formalice la Modificación Estructural.

A continuación, se expone una lista de documentación y actuaciones a llevar a cabo para formalizar el Carve-Out mediante Modificación Estructural:

⁵ Art. 42 de la LME, al aprobarse la Modificación Estructural por el socio único de Calzado y artículo 78 bis con relación al 73 de la LME.

- (i) Elaboración del proyecto común de escisión/segregación (el “**Proyecto**”) por parte del órgano de administración de Calzado. El Proyecto tendrá como contenido mínimo las siguientes cuestiones:
- (a) Justificación de la escisión/segregación.
 - (b) Datos e identificación de la Sociedad escindida/segregada, en este caso, Calzado, y datos e identificación de la Sociedad Beneficiaria de nueva creación.
 - (c) Designación de los elementos del activo y del pasivo que se transmiten a la Sociedad Beneficiaria y que conforman la unidad económica independiente, tal y como se define en el apartado 2.1.4. más adelante, y valoración de estos siguiendo los criterios del Plan General Contable.
 - (d) Reparto de las participaciones de la Sociedad Beneficiaria al socio único de la sociedad escindida. Este punto solo será necesario en el caso de escisión parcial, siendo Zapaterías el que recibirá el 100% de las participaciones de la Sociedad Beneficiaria⁶. Igualmente, no es necesario para ninguno de los dos supuestos establecer tipo de canje alguno.
 - (e) Incidencia de la escisión sobre aportaciones de industria o prestaciones accesorias en la sociedad que se escinde/segregada, y compensaciones previstas para los socios afectados en la Sociedad Beneficiaria.
 - (f) Derechos especiales a otorgar en la Sociedad Beneficiaria a titulares de derechos especiales o tenedores de títulos no representativos del capital social, u opciones que se les ofrezcan.
 - (g) Ventajas de cualquier clase a expertos independientes y administradores⁷.
 - (h) Fecha de efectos contables de la escisión/segregación, que coincidirá con el inicio de la actividad de la Sociedad Beneficiaria; así como fecha de participación de las ganancias en la Sociedad Beneficiaria por parte de

⁶ Tal y como se establece en el art. 74.2 de la LME, esta referencia no es necesaria en caso de segregación ya que es la propia sociedad segregada quien recibe las participaciones de la Sociedad Beneficiaria.

⁷ A pesar de que este punto se debe incluir en el Proyecto, no es necesario el informe de experto independiente al tratarse de una escisión/segregación simplificada.

Zapaterías o Calzado, dependiendo si es escisión o segregación, respectivamente.

- (i) Modificaciones estatutarias de la sociedad escindida (en caso de que sea necesaria una reducción de capital y la escisión no se realice mediante una disminución del importe de reservas) y estatutos de la Sociedad Beneficiaria, incluyendo el capital social con el que se constituirá.
 - (j) Consecuencias sobre el empleo, eventual impacto de género en los órganos de administración e incidencia en la responsabilidad social.
- (ii) Aprobación del Proyecto por parte del órgano de administración de Calzado, mediante acta.
 - (iii) Aprobación del Proyecto por parte del socio único de Calzado (Zapaterías), mediante acta de decisiones.
 - (iv) Publicación del Proyecto en el Boletín Oficial del Registro Mercantil⁸ y en un diario de gran circulación en la provincia donde Calzado tiene su domicilio social, o notificación individual por escrito a todos los acreedores.
 - (v) Puesta a disposición de los trabajadores o de sus representantes de la documentación relativa a la Modificación Estructural, entre la que se incluye⁹: (i) el Proyecto, (ii) las cuentas anuales y los informes de gestión de los últimos 3 ejercicios; (iii) los estatutos sociales de Calzado y la Sociedad Beneficiaria; (iv) el proyecto de escritura de segregación; y (v) la identidad de los administradores, fecha desde la que desempeñan sus cargos, e la identidad de los propuestos como administradores de la Sociedad Beneficiaria.
 - (vi) Otorgamiento de la Escritura Pública por la que se formaliza la Modificación Estructural y se constituye la Sociedad Beneficiaria e inscripción de esta en el Registro Mercantil.
 - (vii) Inscripción de la escisión en otros registros públicos, dependiendo de los activos que se transmitan, como el Registro de la Propiedad o la Oficina Española de Patentes y Marcas.

⁸ Hemos comentado anteriormente que este requisito no es necesario al tratarse de una Modificación Estructural aprobada por unanimidad, sin embargo, con el fin de no tener que notificar individualmente por escrito a todos los acreedores y en aras de mayor claridad y transparencia.

⁹ Art. 39 de la LME por remisión del artículo 73 de la LME.

2.1.4. El concepto de unidad económica independiente.

Una de las cuestiones clave para llevar a cabo la Modificación Estructural, es que la División que se transfiere debe encajar dentro del concepto de unidad económica independiente. El concepto “unidad económica” puede entenderse, de conformidad con la normativa fiscal¹⁰, como *“el conjunto de elementos patrimoniales que constituyen desde el punto de vista de la organización una unidad económica autónoma determinante de una explotación económica, que debe existir ya como tal con anterioridad en el seno de la sociedad que se escinde/segrega.”*

Así, podemos concluir que, según los datos provistos, la División a traspasar es una unidad económica independiente, que existe con anterioridad en el seno de Calzado y que, en consecuencia, puede ser objeto de la Modificación Estructural que se propone.

2.1.5. Órgano encargado de aprobar la Modificación Estructural.

Debemos hacer especial referencia que, debido a la Modificación Estructural planteada, la misma deberá ser aprobada tan solo por el socio único de Calzado, esto es, por Zapaterías mediante acta de decisiones, ejerciendo las facultades de la Junta General según corresponde de conformidad a lo establecido en la Ley de Sociedades de Capital¹¹.

2.1.6. La protección de los acreedores con respecto a la Modificación Estructural.

La LME recoge un régimen de especial protección a los acreedores en su artículo 44. Dicho régimen establece que los acreedores de las sociedades participantes en la escisión/segregación, esto es, los acreedores de Calzado cuyo crédito hubiere nacido antes de la fecha de inserción del proyecto de escisión en la página web o de su depósito en el Registro Mercantil y no estuviere vencido en ese momento, tendrán derecho a oponerse a la Modificación Estructural hasta que se les garanticen tales créditos en el plazo de un mes contado desde la fecha del último anuncio del acuerdo por el que se

¹⁰ STS 3987/2014, de 20 de julio de 2014 - ECLI:ES:TS:2014:3987 y el artículo 76.4 Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades. Este concepto ha sido de gran debate doctrinal, estableciéndose puntos de vista más amplios que lo que se entiende fiscalmente como rama de actividad, como ha señalado Segismundo Álvarez en la sucesión universal en las modificaciones estructurales de las sociedades de capital.

¹¹ Ya hemos señalado anteriormente de que al tratarse de una modificación estructural con constitución de nuevas sociedades cuyas participaciones se atribuyen al socio único de Calzado, de conformidad con el artículo 78 Bis y 40 por remisión del 73 de la LME. Asimismo, también se debe hacer referencia al artículo 15 y 160 de la Ley de Sociedades de Capital, con la misma conclusión.

apruebe la escisión o, en su caso, desde la última comunicación individual escrita efectuada a los socios y acreedores.

En consecuencia, la escisión/segregación no podrá llevarse a efecto hasta que Calzado presente garantía a satisfacción del acreedor, o hasta que notifique a dicho acreedor de la prestación de fianza solidaria en favor de Calzado por una entidad de crédito debidamente habilitada para prestarla, por la cuantía del crédito de que fuera titular el acreedor.

Sin embargo, se debe considerar tal y como ha establecido la Dirección General de los Registros y Notariado, que la falta de acuerdo entre Calzado y los acreedores no supondría la no eficacia o la no inscripción en el Registro Mercantil de la escisión/segregación¹².

La razón de ser de este derecho deriva de la obligación establecida en el artículo 1.205 de Código Civil que establece que la novación de las obligaciones se debe realizar con el consentimiento del acreedor. De esta manera, se debe conjugar dicha norma con la razón de ser de las modificaciones estructurales, que es la reorganización societaria¹³. Por consiguiente, sería muy difícil que las modificaciones estructurales se llevasen a cabo si fuese necesaria el consentimiento de la totalidad de los acreedores de la sociedad que pretende llevar a cabo la modificación estructural.

Así, se implanta este régimen de protección, que, busca establecer una protección mínima al acreedor que no tiene sus créditos garantizados, permitiendo ejercer su oposición a la modificación estructural, pero sin que el ejercicio de este derecho llegue a ser un veto de estas, permitiendo así la reorganización societaria de las sociedades que llevan a cabo una modificación estructural.

2.1.7. Otras alternativas para llevar a cabo el Carve-Out.

(i) **Carve-Out: Escisión parcial o segregación intragrupo.**

¹²Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado 15 de octubre de 2014 (BOE 7 de noviembre de 2014): “*A falta de acuerdo o de prestación de fianza por entidad de crédito, el conflicto generado entre los acreedores y las sociedades involucradas en la fusión o escisión tendrá su adecuada respuesta en el ámbito que le es propio, el judicial, sin perjuicio de la plena eficacia de la fusión alcanzada mediante su inscripción en el Registro Mercantil*”.

¹³ Como se señala en la propia exposición de motivos de la LME y por el TJUE (STJUE 13 de diciembre de 2005, C-411/03, párrafo 21).

Debemos hacer referencia que otra alternativa para llevar a cabo el Carve-Out sería a través de una escisión parcial o segregación en la que la sociedad beneficiaria fuese una sociedad íntegramente participada directa o indirectamente por Calzado, siendo una escisión o segregación intragrupo.

En este supuesto, estaríamos ante un régimen similar al propuesto, pero en el que no se simplifican los requisitos, sino en el que sería de aplicación el régimen establecido para las fusiones especiales¹⁴. La principal diferencia entre ambos procedimientos es que será necesario formular los correspondientes balances de escisión/segregación de cada una de las sociedades participantes, auditados en su caso, así como formular el balance del Proyecto; establecer el tipo de canje de las participaciones a recibir por Zapaterías o Calzado, si es escisión parcial o segregación, respectivamente; y la aprobación de la escisión/segregación por las Juntas Generales o socios únicos de ambas sociedades participantes.

Aunque esta alternativa es equivalente a la Modificación Estructural propuesta, en nuestra opinión, y pensando en la compraventa futura, la misma será más “limpia” si la Modificación Estructural que se lleva a cabo se acoge al régimen simplificado, siendo la Sociedad Beneficiaria a adquirir por el Fondo de nueva constitución. Esto es, porque en el caso de que se opte por una escisión/segregación intragrupo, pueden existir elementos patrimoniales en las sociedades beneficiarias, que, no interesen al Fondo, aumentando o disminuyendo el precio de la posterior compraventa.

(ii) **Carve-Out: Aportación de rama de negocio.**

Igualmente, también es posible realizar el Carve-Out a través de una ampliación de capital no dineraria por la que se aportase la División a una sociedad íntegramente participada por Calzado. Este régimen es similar a la segregación, siendo Calzado quien aporta una unidad económica independiente, bien recibiendo a cambio participaciones o acciones de la sociedad que realiza el aumento, bien aumentando el valor nominal de las mismas¹⁵.

¹⁴ Artículos 49 al 52 de la LME. En este caso, Calzado sería la sociedad “absorbida” y la Sociedad Beneficiaria sería la sociedad “absorbente”.

¹⁵ Este tipo de operaciones fueron desarrolladas ampliamente antes de la entrada en vigor de la LME, lo que causó un problema doctrinal, abriendo un debate de si era posible llevarlas a cabo como alternativa a la segregación. Finalmente, en la Resolución de la Dirección General de Registros y del Notariado del 22 de julio de 2016 (BOE 19 de septiembre de 2016), se establece lo que había defendido gran parte de la doctrina (Segismundo Álvarez, Fernando Vives, Fernando Rodríguez Artigas): “no cabe presumir una prohibición [...] a falta de una norma que expresamente imponga la observancia del procedimiento establecido para dicha modalidad específica de la

En cuanto a los requisitos y procedimientos a llevar a cabo estos varían notablemente con respecto a la segregación. En caso de la ampliación, no se sigue el régimen establecido por la LME, sino por la Ley de Sociedades de Capital. Para ello, el acuerdo de ampliación de capital se deberá adoptar mediante decisión del socio único de la sociedad donde se amplía capital, previo informe de los administradores de esta. Igualmente, será necesario acta de decisiones del socio único de Calzado en la que se apruebe la aportación de conformidad a lo que establece el artículo 160 f) de la Ley de Sociedades de Capital, al tratarse la aportación de un activo esencial.

Asimismo, es necesario señalar que la ampliación de capital se debe realizar en una sociedad vehículo la cual no tenga más activos que el capital social necesario para su constitución, ya que debemos tener en cuenta otra vez, que el Fondo solo quiere adquirir una participación en la División de un 30% y la existencia de otros elementos patrimoniales podría encarecer o disminuir el valor de lo que se pretende adquirir.

Por último, cabe hacer referencia a que la transmisión de los activos y pasivos que componen la división, no se realizará por sucesión universal como ocurre con la segregación, sino que deberá seguir las normas establecidas en el código civil.

Especial relevancia tiene esto con respecto a los contratos, los cuales deberán ser novados con el consentimiento de los contratantes; y con respecto a las obligaciones contraídas con los acreedores, debiéndose también obtener el consentimiento de estos para que se produzca su novación¹⁶.

2.2. **Compraventa de las participaciones sociales.**

Una vez establecido, que el Carve-Out se llevará a cabo a través de una Modificación Estructural, ya sea escisión parcial, ya sea segregación, que se acoja al régimen simplificado, se podrá proceder al segundo paso de la Operación a través de la firma de un contrato de compraventa de participaciones sociales por el cual el Fondo (como comprador) adquirirá de Calzado o Zapaterías (como vendedor), una participación del 30% en la Sociedad Beneficiaria o Target (el “**Contrato de compraventa**”). Para la redacción y firma del Contrato de compraventa, así como para estructurar la Operación, se deberán considerar los elementos que se desarrollan a continuación.

escisión también en los casos en que se aporte una unidad económica –o «rama de actividad»– con exclusión del efecto de sucesión universal”

¹⁶ Artículos 1.205 y 1.257 del Código Civil.

2.2.1. La auditoría legal o *due dilligence*.

Previo, a la firma del contrato de compraventa y a la ejecución de la Modificación Estructural será necesario la realización de un proceso de auditoría legal o *due dilligence*. en el que Calzado deberá revelar y proveer información y documentación al Fondo sobre la División de golf. Dicho proceso permitirá al Fondo conocer aquellas contingencias que pueden estar presentes en la División, y posteriormente en la Target, para poder establecer un régimen de responsabilidad e indemnidad del Vendedor adecuado en el Contrato de compraventa.

2.2.2. Condiciones suspensivas.

Igualmente, es habitual en este tipo de adquisiciones que se establezcan condiciones suspensivas, haciendo que la fecha de firma y la de elevación a público no sea simultánea. La principal condición suspensiva que se suele establecer es la autorización de las autoridades de competencia, ya sea la Comisión Europea en aquellas concentraciones que tengan incidencia en la Unión Europea, ya sea la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia en aquellas concentraciones que tengan incidencia en España. Los umbrales para determinar si existe concentración se establecen en el artículo 8 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia.

En nuestro supuesto de hecho, parece que claro que no existe concentración al adquirirse una participación de tan solo un 30% en la Target. A pesar de ello, se debería estudiar si el Fondo participa en otras sociedades pertenecientes al mismo mercado relevante para alcanzar dicha conclusión.

2.2.3. Régimen de responsabilidad en el Contrato de compraventa.

Debido a que en la adquisición de participaciones sociales el Fondo asumirá todas las responsabilidades y obligaciones, incluidos pasivos, deudas, contingencias y riesgos ocultos de la Target, es necesario el establecimiento de un régimen de responsabilidad que permita al Fondo cubrirse de dichos riesgos. Así, dicho régimen de responsabilidad se estructura en los siguientes niveles:

- (i) **Manifestaciones y garantías:** son declaraciones que hace tanto el Comprador, como el Vendedor (pero especialmente relevantes son las de este último) a través de las cuales se garantiza que son ciertos y verdaderos determinados aspectos relativos a la compraventa y a la Target a adquirir. Se pueden clasificar en dos grandes grupos (i) aquellas que hacen referencia a la titularidad de las participaciones, las cargas sobre las mismas y la capacidad de las partes, así como la constitución y capacidad de la sociedad, que suelen ser las manifestaciones y

garantías fundamentales; y (ii) aquellas que hacen referencia al negocio en sí, incluyendo aspectos estudiados durante la auditoría legal. En el supuesto, en el que se incumplan dichas manifestaciones y garantías, el Vendedor deberá mantener indemne al fondo de los daños derivados de las mismas. Es práctica común que se limite tanto temporal como cuantitativamente la responsabilidad derivada de los incumplimientos de las manifestaciones y garantías. Los límites cuantitativos suelen establecer cantidades *de minimis* por las que el Vendedor no está obligado a responder hasta alcanzar un determinado umbral; mientras que los límites temporales suelen ser de entre 18 a 24 meses.

- (ii) **Indemnidades específicas:** hacen referencia a cuestiones determinadas cuyo incumplimiento o materialización hará que el Vendedor indemnice al Comprador hasta un límite monetario específico. Como se explicará más adelante, en el apartado 4, una forma de protegerse con respecto a la responsabilidad penal o civil subsidiaria derivada del delito, que pueda derivar del Proceso Penal iniciado contra Calzado, será a través del establecimiento de una indemnidad específica por la que el Fondo será indemnizado en el supuesto en que se cristalice cualquier tipo de responsabilidad derivada de dicho procedimiento.

2.2.4. Fijación del precio.

Existen dos mecanismos principales para fijar el precio: (i) a través del método de caja cerrada (*locked box*); y (ii) a través del mecanismo de ajuste de precio mediante cuentas de cierre (*completion accounts*):

- (i) El método de caja cerrada consiste en la fijación del precio en base a unos estados financieros elaborados en una determinada fecha de referencia. Durante el período interino que transcurre entre la firma del contrato y la fecha de cierre o elevación a público de este, se establecen una serie de salidas de caja permitidas o *leakages* para la continuación ordinaria del negocio de la Target.
- (ii) El mecanismo de ajuste de precio mediante cuentas de cierre consiste en la fijación del precio sobre los estados financieros a fecha de firma y la correspondiente actualización de este en el momento de cierre.

2.2.5. Actuaciones a cierre.

En el momento de elevación a público del Contrato de compraventa de participaciones sociales por el que se perfecciona el mismo, es muy probable que sea necesario que el Vendedor y el Comprador formalicen una serie de actuaciones, entre las que cabe destacar las siguientes:

- (i) Otorgamiento de escritura de elevación a público del Contrato de compraventa¹⁷.
- (ii) Autorización de la Junta General de accionistas (en el caso de que la vendedora sea Zapaterías) o del socio único (en el caso de que la vendedora sea Calzado) acreditando que se han cumplido con los requisitos establecidos en el artículo 160.f) de la Ley de Sociedades de Capital.
- (iii) Pago del precio por el Comprador y otorgamiento de la correspondiente carta de pago por el Vendedor.
- (iv) Otorgamiento de acta de depósito ante el notario del USB en el que se contenga la información revelada durante el proceso de auditoría legal.
- (v) Firma del Pacto de socios entre el Fondo y la Vendedora, y en su caso, elevación a público de este.

2.2.6. Mecanismo para llevar a cabo la adquisición.

De igual manera, debemos señalar que es clave que el Fondo formalice la compraventa a través de una sociedad vehículo (en adelante, la “**BidCo**”), que será la que adquiera las participaciones sociales de la Target. BidCo será una sociedad limitada española de nueva constitución en la que se inyecta el capital necesario para adquirir el 30% del capital social de la Target.

La adquisición a través de BidCo se realiza principalmente con el fin de limitar la responsabilidad del Fondo en la adquisición de la Target. Esto es especialmente relevante debido a la responsabilidad penal que podría traspasarse a la Target tras ejecutarse la Modificación Estructural y derivada del Proceso Penal iniciado contra Calzado, tal y como se explicará en el apartado 4 más adelante.

Se adjunta como Anexo III y Anexo IV la estructura societaria resultante de la formalización, tras el Carve-Out mediante escisión parcial y el Carve-Out mediante segregación respectivamente.

¹⁷ Para formalizar cualquier transmisión de participaciones sociales la misma debe constar en documento público, tal y como se define en el artículo 106 de la Ley de Sociedades de Capital.

2.3. La compraventa de activos y sus principales diferencias con la compraventa de participaciones sociales.

Debemos señalar, que, debido a la Operación que se quiere llevar a cabo, la compraventa de activos no encaja como una posible alternativa para completar la misma, al querer adquirir el Fondo una participación de tan solo el 30% de la División, cosa que no es posible a través de una compraventa de activos¹⁸.

Como norma general, las compraventas de activos son más complicadas que la transmisión de participaciones, ya que para que los activos sean válidamente transmitidos es necesario efectuar la transmisión individual de cada uno de ellos, observando las formalidades impuestas por la ley (título y modo) en cada caso. En cambio, en la compraventa de participaciones sociales, solo se requiere la transmisión de las propias participaciones sociales. En líneas generales, podemos hacer referencia a los requisitos para transmitir los siguientes activos:

- (i) Inmuebles: será necesario el otorgamiento de escritura pública de compraventa y su inscripción en el Registro de la Propiedad correspondiente.
- (ii) Contratos: La válida cesión de los contratos, requiere, según el artículo 1.257 del Código Civil, el consentimiento del tercero, salvo que expresamente se permita en el contrato la posibilidad de cesión.
- (iii) Créditos y deudas: Es necesaria en todo caso la notificación al deudor cedido para que el pago hecho al cedente no tenga efectos liberatorios.
- (iv) Derechos de propiedad industrial registrados (patentes y marcas): Será suficiente notificar la cesión mediante el correspondiente formulario en la Oficina Española de Patentes y Marcas.
- (v) Licencias, autorizaciones o concesiones administrativas: habrá que atender a lo que se disponga en el título por el que se concedieron.
- (vi) Cesión de trabajadores: En el supuesto en el que los activos que se transmitan supongan en su conjunto una unidad productiva autónoma su transmisión no extinguirá las relaciones laborales existentes, quedando el comprador, como

¹⁸ No tendría sentido que el fondo adquiriera el 30% de todos los activos, o en su caso activos que representen el 30% del patrimonio de la División, ya que, con ello se impediría el buen funcionamiento de esta. Es decir, no se estaría realizando un corte limpio de lo que se quiere adquirir.

nuevo empresario, subrogado en los derechos y obligaciones laborales y de Seguridad Social del anterior.

Por otra parte, cabe destacar como aspecto positivo que el comprador únicamente adquirirá los pasivos que expresamente haya acordado adquirir, lo que implica la limitación de la responsabilidad del comprador con respecto a los activos adquiridos. Por lo tanto, este tipo de compraventa permite lo que se conoce como el *cherry picking*. Es decir, permite al comprador adquirir solo aquellos activos que son más interesantes y rentables.

Ahora bien, existen determinados supuestos en los que el comprador responderá solidariamente por mandato legal con el vendedor de ciertas responsabilidades laborales, tributarias, frente a la Seguridad Social o frente a entidades aseguradoras.

Como conclusión, podemos volver a hacer referencia a que el Fondo desea un corte limpio y una participación de tan solo un 30% de la División. Esto solo será posible previa realización de un Carve-Out, para después poder adquirir dicha participación.

2.4. Step-Plan de la Operación propuesta.

La recomendación que se hace en este Informe es la de proceder a llevar a cabo el Carve-Out mediante una escisión parcial o segregación que se acoja al régimen simplificado, con la constitución de una nueva sociedad a la que se le traspase por sucesión universal la División de golf. Al mismo tiempo se propone realizar un procedimiento de auditoría legal, para después formalizar un contrato de compraventa de participaciones sociales en la que el Fondo adquiriera el 30% de esa sociedad Target.

Se adjunta como **Anexo V** el plan de acción para formalizar la Operación.

3. CUESTIONES PENALES QUE TENER EN CUENTA CON RESPECTO A LA OPERACIÓN.

Como hemos indicado en el expositivo V de las cuestiones previas a considerar, Calzado está actualmente siendo investigada por fraude de subvenciones, hallándose el Proceso Penal en fase de instrucción.

Para este análisis debemos tener en cuenta, que la Operación se llevará a cabo a través de lo propuesto en el apartado 2.4. anterior.

3.1. Responsabilidad penal de la Sociedad Beneficiaria de la Modificación Estructural de Calzado.

En relación con la responsabilidad penal y la correspondiente responsabilidad civil subsidiaria, debemos hacer referencia a que el artículo 130.2 del Código Penal, establece que la escisión¹⁹ no extingue la responsabilidad penal de la Sociedad que se escinda, la cual trasladará a la entidad que resulte beneficiaria de la escisión.

El Tribunal Supremo ha señalado en lo que se conoce como el caso Sabadell²⁰ que el régimen que establece el artículo 130.2 del Código Penal es evitar que, a través de las modificaciones estructurales se busquen mecanismos mediante los cuales las sociedades puedan escaparse de la imposición de penas. De esta manera, el traslado de los elementos patrimoniales de una sociedad que sufre una modificación estructural ya sea una transformación, una fusión, una cesión global de activo y pasivo, o como es en nuestro caso, una escisión, hace que la sociedad beneficiaria o adquirente de dichos elementos patrimoniales también asuma la responsabilidad penal y la responsabilidad civil subsidiaria que pueda venir asociada a los elementos patrimoniales transmitidos.

Añade el Tribunal Supremo que: *“si no se produjera la transmisión de la responsabilidad penal y civil en los supuestos de modificación estructural de las sociedades mercantiles podrían admitirse supuestos de fraude en estas transmisiones para dejar sin cumplir la pena, o escapar de los regímenes de la responsabilidad subsidiaria”* y que *“Con ello, vemos que existe un régimen de evitación de la extinción de la responsabilidad penal y civil en supuestos de reordenación empresarial y transmisión de activos y pasivos, en cuanto se asume por el adquirente el activo y el pasivo”*.

También debemos considerar el párrafo segundo del artículo 130.2 del Código Penal establece la posibilidad de que el juez o tribunal modere el traslado de la pena *“en función de la proporción que la persona jurídica originariamente responsable del delito guarde con la sociedad adquirente o beneficiaria de la modificación estructural”*. Aunque no cabe duda de que el Tribunal Supremo señala que el régimen de traslado de

¹⁹ Cuando se haga referencia a “escisión” nos estaremos refiriendo indistintamente a cualquiera de sus modalidades, incluyendo escisión parcial y segregación.

²⁰ STS 530/2019, de 31 de Octubre de 2019 – ECLI: ES:TS:2019:3515. Caso en el que el Banco Sabadell recibe mediante una cesión global de activos y pasivos de la sociedad denominada Banco Mare Nostrum, S.A., que previamente los había recibido por segregación de la sociedad Caixa d'Estalvis del Penedès. El TS resuelve señalando que no tiene lugar el recurso interpuesto, confirmando la sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona, y, en consecuencia, confirmando la condena al Banco Sabadell como responsable civil subsidiario de un delito de apropiación indebida.

la responsabilidad penal opera de manera automática, la responsabilidad penal podrá ser regulada según las circunstancias en las que se dé la modificación estructural.

En consecuencia, podemos concluir señalando que el régimen de traslación de la responsabilidad penal y civil subsidiaria operará de manera automática, sin importar si se lleva a cabo una escisión parcial o una segregación. Sin embargo, existen una serie de presupuestos que pueden llevarnos a que dicha pena se modere, incluso eximiendo de responsabilidad penal y civil a la Sociedad Beneficiaria. Entre ellos cabe destacar:

- (i) Que aquellos elementos patrimoniales que se transmiten, es decir, los activos y pasivos que componen la División de golf, no se vean afectados por el delito que se imputa a Calzado. Desde un punto de vista pragmático, imaginemos que el dinero de las subvenciones por las que se impone la pena ha sido utilizado para la adquisición de la fábrica donde se producen las zapatillas de golf. En dicho caso, claramente se produciría un traslado de la pena o de la responsabilidad civil subsidiaria a la Sociedad Beneficiaria de la escisión parcial o la segregación. Sin embargo, si se justifica que las subvenciones se utilizaron para desarrollar los aspectos del negocio que nada tiene que ver con la División de golf, se podría moderar dicha responsabilidad. Ahora bien, en nuestro caso, debemos presumir que los fondos recibidos de las subvenciones no se utilizan en la División. En consecuencia, los activos a transferir mediante la Modificación Estructural no estarían “contaminados” de responsabilidad penal.
- (ii) Que el único fin de la Modificación Estructural es la entrada del Fondo como socio inversor, al tratarse de una oportunidad de mercado para invertir, con grandes incentivos económicos.
- (iii) Que la Sociedad Beneficiaria no ha recibido ningún tipo de beneficio económico o de cualquier otra índole derivado de la comisión del delito.

Dichos argumentos serían válidos para moderar el traslado automático de la responsabilidad penal y civil subsidiaria de Calzado a la Sociedad Beneficiaria, sin embargo, parecen necesarios una serie de mecanismos adicionales con el fin de proveer al Fondo de una protección superior.

Por último, debemos hacer referencia a la doctrina que desarrolla la Sala 4ª de lo penal de la Audiencia Nacional en el caso del Banco Santander y el Banco Popular²¹ con referencia al artículo 130.2 del Código Penal. Esta doctrina hace referencia al eventual traslado de responsabilidad penal al adquirente, en este caso el Banco Santander. Así

²¹ Audiencia Nacional, Sala de lo Penal, Sección 4ª, Auto 246/2019 de 30 abril de 2019.

señala la Audiencia Nacional: “*El precepto, está pensando claramente, en la elusión de la responsabilidad penal a través de operaciones fraudulentas. [...] No se puede hacer responder por ello, a entidades que nada tienen que ver con los delitos cometidos por las sociedades fusionadas. En la mayoría de las ocasiones, este tipo de modificaciones estructurales obedecerá a fines lícitos*”.

Así, podemos concluir que existe un segundo nivel de responsabilidad penal o civil subsidiaria, la cual no debería traspasarse al Fondo tras la ejecución de la Compraventa, sin embargo, no podemos confirmarlo totalmente. En consecuencia, proponemos los siguientes mecanismos desarrollados a continuación.

3.2. Mecanismos de protección frente al traslado de responsabilidad penal.

3.2.1. Estudio a través del proceso de auditoría legal de los elementos patrimoniales a transmitir.

Igualmente, ya hemos expuesto en este Informe la relevancia de la auditoría legal. Sin embargo, deviene de trascendental importancia el análisis exhaustivo durante la misma de todos los elementos patrimoniales que se van a transmitir. Aunque presumimos que los activos que se traspasan de la División no están contaminados, el proceso de *due diligence* nos puede llevar a determinar que los mismos están afectados por el ilícito penal según se explica en el 3.1.(iii) anterior y, en consecuencia, concluir que el riesgo de la Operación es demasiado alto para que se lleve a cabo.

3.2.2. Protección a través del régimen de responsabilidad desarrollado en Contrato de compraventa.

Asimismo, ya expusimos la importancia de las indemnidades específicas. Sin embargo, es clave establecer una por la que el vendedor, ya sea Calzado o Zapaterías, responda por cualquier daño económico derivado de la responsabilidad penal o civil subsidiaria.

Con respecto a la cuantía de dicha indemnidad debe ser acorde a la pena que se imponga, teniendo como límite máximo el precio pagado por el Fondo por las participaciones sociales.

Se debe tener en cuenta que las penas imponibles a las personas jurídicas por fraude de subvenciones vienen establecidas en el artículo 310 bis del Código Penal, y principalmente son la multa proporcional y la pérdida de la posibilidad de obtener subvenciones o ayudas públicas y del derecho a gozar de los beneficios o incentivos fiscales o de la Seguridad Social durante un período de tres a seis años, así como la prohibición de contratar con el sector público.

Desconocemos el valor económico de la División, así como el valor que se ha otorgado a la participación del 30% adquirida por el Fondo. Sin embargo, las subvenciones obtenidas por Calzado de las que se le acusa de fraude alcanzan los seis millones de euros, siendo la posible multa el doble o el cuádruple de dicha cantidad.

3.2.3. Adquisición de la participación en la Target a través de una sociedad vehículo.

Por último, cabe mencionar que sería apropiado para limitar eventual responsabilidad del Fondo la adquisición de la participación en la Target a través de una sociedad vehículo, la denominada BidCo y no a través del Fondo directamente.

4. **CUESTIONES LABORALES QUE TENER EN CUENTA CON RESPECTO A LA OPERACIÓN.**

Como hemos indicado en el expositivo IV de las cuestiones previas a considerar, existe por parte del Fondo cierto interés de que ningún trabajador de la familia Castilla sea parte de la Sociedad Beneficiaria de la Modificación Estructural. Especialmente es relevante la situación de D. Alfredo Castilla, que actualmente es trabajador de la División de golf.

4.1. **La sucesión de empresa concurrente a la Modificación Estructural.**

Debemos considerar que, con la ejecución de la Modificación Estructural, se produce simultáneamente una sucesión de empresas de conformidad con la normativa laboral²². Esto es, que las relaciones laborales existentes en Calzado asociadas a la División no se extinguirán. En su lugar, la Sociedad Beneficiaria se subrogará en los derechos y obligaciones laborales y de Seguridad Social de Calzado, incluyendo los compromisos por pensiones y, en general, las obligaciones adquiridas en materia de protección social complementaria, respecto de todos y cada uno de los trabajadores asociados a la División de golf.

Como se ha señalado en el apartado 2.1.2(v) anterior, Calzado pondrá la información sobre el objeto y alcance de la Modificación Estructural, en particular sobre el empleo (y demás información legalmente exigible) a disposición de los representantes de los trabajadores o de los mismos trabajadores previo al otorgamiento de la escritura de la respectiva Modificación Estructural.

²² Art. 44 del Real Decreto Legislativo 2/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores.

Igualmente, se debe señalar, que Calzado y la Sociedad Beneficiaria responderán solidariamente de todas las obligaciones laborales que hubieran nacido en el período de 3 años anterior a la ejecución de la Modificación Estructural.

Teniendo en cuenta los puntos anteriores, no se puede excluir de la Operación a D. Alfredo Castilla, especialmente durante la ejecución de Modificación Estructural, al existir como se ha explicado sucesión de empresas.

Por otra parte, el resto de los familiares que son trabajadores de Calzado, no supondrían mayor dificultad para la ejecución de la Operación, ya que no se verán afectados por la sucesión de empresas, manteniendo sus puestos de trabajo en Calzado y no en la Sociedad Beneficiaria de la Modificación Estructural.

4.2. Alternativas que se proponen para excluir a D. Alfredo Castilla.

Existen pocas alternativas que proponer al Fondo para que se excluya a D. Alfredo Castilla. Todas ellas tienen que ver con pactar la correspondiente indemnización con él para concluir su relación laboral o proceder con su despido, el cual será declarado improcedente, salvo que exista alguna causa que lo justifique y que, con los datos provistos, actualmente desconocemos. Por lo tanto, proponemos las siguientes tres alternativas:

- (i) Pactar la correspondiente indemnización que solicite D. Alfredo Castilla, y que, probablemente, sea mayor a la indemnización por despido improcedente, pero que evitará el inicio de cualquier procedimiento laboral por despido contra la Sociedad Beneficiaria.
- (ii) Proceder al despido de D. Alfredo una vez se haya ejecutado la Operación. Como se ha señalado si el despido se produce sin causa, será declarado con casi total seguridad como improcedente tras llevarse a cabo el correspondiente procedimiento judicial por despido. Como consecuencia, se deberá pagar la correspondiente indemnización, que se calculará teniendo en cuenta el tiempo trabajado por D. Alfredo en Calzado.
- (iii) Mantener a D. Alfredo como trabajador de la Target una vez ejecutada la Operación, evitando de esta manera el pago de cualquier tipo de indemnización.

5. PACTO DE SOCIOS A FIRMAR.

Una vez ejecutada la Operación y habiendo el Fondo adquirido la participación del 30% en la Target, es muy conveniente la firma de un pacto de socios (el “**Pacto de Socios**”) que regule las relaciones entre Calzado, si se opta por la segregación, o Zapaterías, si se

opta por la escisión parcial (el “**Socio Mayoritario**”) y la BidCo constituida a tales efectos por el Fondo para llevar a cabo la Operación (conjuntamente como los “**Socios**” e indistintamente como el “**Socio**”). El contenido mínimo de dicho Pacto de Socios se desarrolla en los siguientes apartados.

5.1. Órgano de administración de la Target.

5.1.1. Tipo de órgano de administración y composición de este.

En primer lugar, se debe regular cuál es la forma que adoptará el órgano de administración. En las sociedades limitadas (como hemos dicho que será Target), el órgano de administración puede adoptar la forma de: (i) un administrador único; (ii) varios administradores que actúen solidariamente; (iii) varios administradores que actúen mancomunadamente, o (iv) un consejo de administración compuesto por un mínimo de tres y un máximo de doce miembros. Dentro del consejo de administración hay que nombrar a un presidente y un secretario.

El Pacto de Socios debe determinar, asimismo, la composición y el número de miembros del órgano de administración por el que se opte y el plazo de duración del cargo de estos, que en sociedades limitadas puede ser ilimitado. De igual manera, se debe regular la política retributiva de los miembros del órgano de administración determinando si las funciones a desempeñar son retribuidas o gratuitas.

5.1.2. Sistema de nombramiento de los administradores.

También se debe determinar cuál es el sistema que van a utilizar los Socios para nombrar a los administradores y las reglas que se van a utilizar para ello.

Teniendo en cuenta el porcentaje de participación de cada uno de los Socios, lo normal sería optar por un consejo de administración en el que se respete dicho porcentaje de participación. Por ejemplo, si se opta por un consejo de administración compuesto por tres miembros, el Socio Mayoritario nombraría a dos de ellos, mientras que el Fondo podría nombrar a uno. En todo caso se debe considerar que el Fondo debe tener presencia en el consejo de administración.

Igualmente, se deberán establecer las normas a seguir para nombrar al presidente del consejo y al secretario, el cual puede ser consejero o no consejero.

5.1.3. Organización, funcionamiento y adopción de acuerdos del consejo de administración.

En el caso de que se opte por consejo de administración, será igualmente necesario determinar la forma en el que este actuará. Así, los Socios podrán determinar a través

del Pacto de Socios, la forma de convocatoria, el número de miembros necesarios para que se celebre la reunión y el número de veces que el consejo se debe reunir.

Asimismo, se deberá regular la forma y mayorías necesarias por las que se adoptan los acuerdos en el seno del consejo, pudiéndose establecer mayorías reforzadas o incluso la necesidad de unanimidad, para determinados asuntos, como la enajenación de activos por importes superiores a un determinado valor²³ o el otorgamiento de poderes generales. En nuestro supuesto, sería interesante incluir la necesidad de adoptar los acuerdos por unanimidad para la celebración de operaciones intragrupo, es decir, aquellas que se celebren con el Socio Mayoritario y que, por lo tanto, puedan estar sujetas a conflicto de interés, cuya aprobación no sea competencia de la Junta General de Socios²⁴.

5.1.4. Otras cuestiones sobre el gobierno.

En determinadas ocasiones también se puede regular en el Pacto de Socios la contratación de Altos directivos y las funciones a desempeñar por los mismos, así como el procedimiento de contratación de trabajadores cuyo salario supere una determinada cantidad. Es normal que para este tipo de contrataciones se exija el voto favorable de la mayoría de los consejeros, o al menos de un consejero nombrado por cada Socio.

5.2. Junta General de Socios de la Target.

Junto al órgano de administración, la Junta General de Socios es el otro órgano de gobierno de la Target. De esta manera, es habitual que el Pacto de Socios regule una serie de aspectos para el funcionamiento de esta.

5.2.1. Régimen de convocatoria de la Junta General de Socios.

Con carácter general se suele regular la forma de comunicar a los socios la fecha y el lugar previstos para la reunión de la junta, los asuntos que se debatirán en ella, así como el número de reuniones que deberán celebrarse anualmente.

²³ Siempre que no sean activos esenciales de conformidad con el artículo 160 f) de la Ley de Sociedades de Capital.

²⁴ Según el artículo 231 bis de la Ley de Sociedades, se presume que la operación está sujeta a conflicto de interés cuando el importe o valor de la operación o el importe total del conjunto de operaciones previstas en un acuerdo o contrato marco sea superior al 10 % del activo total de la sociedad

Teniendo en cuenta que en la Target solo existirán dos socios, lo normal es que las Juntas Generales se celebren con carácter universal, al estar presente (o en su caso representado) el 100% del capital social.

5.2.2. Régimen de adopción de acuerdos en el seno de la Junta General de Socios.

Muy relevante es determinar las mayorías o el porcentaje de capital social necesario para adoptar los acuerdos. Al igual que ocurre en el seno del consejo, es habitual que determinados asuntos se adopten por mayorías reforzadas o por unanimidad.

Algunos ejemplos de acuerdos para los que se suele exigir mayorías reforzadas o, en nuestro caso en los que el Fondo deberá exigir su adopción por unanimidad, son: (i) el aumento o la reducción de capital social; (ii) las modificaciones estatutarias; (iii) la modificación del órgano de administración y nombramiento y cese de consejeros; (iv) la aprobación de cualquier tipo de modificación estructural y la adquisición, enajenación o la aportación a otra sociedad de activos esenciales de conformidad con el artículo 160 f) de la Ley de Sociedades de capital; o (v) a la aprobación de las cuentas anuales, la aplicación del resultado y la distribución de dividendos.

5.3. Régimen de transmisión de las participaciones sociales.

5.3.1. Compromiso de permanencia.

En primer lugar, se puede optar por establecer un plazo mínimo en el que los Socios no podrán transmitir, ceder o enajenar sus participaciones sociales de la Target (*lock up*).

Es muy probable que el Socio Mayoritario exija dicho periodo de permanencia al Fondo, que querrá que dicho periodo sea acorde a su política de inversión.

5.3.2. Derecho de adquisición preferente.

En un supuesto como el planteado, será habitual que los Socios ostenten un derecho de adquisición preferente sobre las participaciones que se pretenden enajenar por el otro Socio, cuando dichas participaciones se pretendan enajenar a un tercero.

Este derecho de adquisición preferente se suele regular a través de un procedimiento en el que los Socios se suelen intercambiar una serie de comunicaciones en unos determinados plazos:

- (i) El Socio que pretenda enajenar su participación deberá informar al otro Socio de dicha intención, especificando el número de participaciones que se pretendan transmitir.

- (ii) Una vez recibida la comunicación, el otro Socio deberá comunicar su intención de adquirir o no la participación y el precio que se pretende pagar por las mismas. En caso de que se acepte, se formalizará la respectiva transmisión en escritura pública.

5.3.3. Derecho de acompañamiento o *tag along* y derecho de arrastre o *drag along*.

Junto al derecho de adquisición preferente, se deberá incluir tanto el derecho de acompañamiento como el derecho de arrastre, ambos de gran relevancia para el Fondo.

- (i) El derecho de acompañamiento o *tag along*, establece la posibilidad de que, en el supuesto en el que alguno de los Socios pretenda vender su participación en la Target a un tercero, el otro Socio tendrá el derecho a adherirse a la transmisión y transmitir también sus participaciones a ese tercero en los mismos términos y condiciones que el Socio que pretende enajenar. Por consiguiente, en caso de que el Socio Mayoritario pretenda vender su participación en la Target, el Fondo podrá decidir si se adhiere a la misma, vendiendo juntamente con este, y viceversa.
- (ii) En cuanto al derecho de arrastre o *drag along*, establece la posibilidad de que, en el supuesto en el que uno de los Socios tenga la intención de vender a un tercero, el Socio que ostenta el derecho, pueda arrastrar al otro Socio para que la transmisión de las participaciones se realice por el 100% del capital social. De esta manera, el Socio que se ve arrastrado está obligado a vender en las mismas condiciones que el Socio que arrastra. Así, aunque probablemente se establezca un plazo a partir del cual se puede ejercer este derecho, al Fondo le interesaría notablemente poder arrastrar al Socio Mayoritario cuando llegue una oferta por su participación, ya que será más fácil vender la totalidad del capital social de la Target, que solo una parte de este.

Se debe tener en cuenta que tanto el derecho de acompañamiento, como el derecho de arrastre, se deben conjugar con los posibles derechos de adquisición preferente que tengan los Socios sobre las participaciones sociales.

5.3.4. Opciones de venta y opciones de compra.

También es habitual establecer opciones de compra (*call options*) y opciones de venta (*put options*).

- (i) La opción de compra dará al Socio ejerciente de la misma el derecho de comprar las participaciones del otro Socio en el supuesto de concurren unas determinadas circunstancias, como puede ser el establecimiento de un período de tiempo o la concurrencia de un período de liquidez.

- (ii) Al contrario, la opción de venta dará al Socio ejerciente la posibilidad de vender sus participaciones al otro Socio concurridas las condiciones para ejercitar dicha opción.

5.4. Otras cuestiones para tener en cuenta.

5.4.1. Solución de situaciones de bloqueo.

Es posible que en ocasiones se produzcan situaciones de conflicto entre los Socios sobre asuntos importantes para la Target en las que no se llega a un acuerdo. Dichas situaciones de conflicto pueden provocar la paralización del órgano de administración y de la Junta General de Socios, afectando negativamente a la marcha del negocio y de la sociedad.

Por ello, es necesario incluir en los Pactos de Socios, una cláusula en la que determine lo que se entiende como situación de bloque de los órganos sociales y en la que se establezca diferentes alternativas para su solución. En caso de imposibilidad de alcanzar un acuerdo, también se establecerán sistemas para poner fin a la situación de bloqueo, como la venta de las participaciones de un Socio al otro Socio; la venta conjunta de la totalidad del capital social a un tercero; o en última instancia, la disolución y liquidación de la sociedad.

5.4.2. Política de distribución de dividendos.

El Pacto de Socios también deberá incluir cómo se deben repartir las ganancias obtenidas entre los socios, así como si se deben destinar parte de estas a dotar una reserva voluntaria.

5.4.3. Prohibición de competencia.

También es práctica habitual establecer en el Pacto de Socios la prohibición a las Socios de llevar a cabo actividades que puedan competir con las llevadas a cabo por la Target durante un periodo, que, como máximo será de dos años desde que abandonen la misma.

5.4.4. Consecuencias del incumplimiento del Pacto de Socios.

Por último, se debe hacer una referencia a la oponibilidad de los pactos de socios, que, con carácter general, no son oponibles frente a la sociedad y que, en consecuencia, solo causan efectos entre los socios.

Sin embargo, en nuestro supuesto, estamos ante un Pacto de Socios que es unilateral, es decir, que está suscrito por la totalidad de los socios que representan el 100% del

capital. Existe doctrina²⁵ que ha defendido la posibilidad de impugnar aquellos acuerdos sociales que se adoptan contraviniendo este tipo de pactos de socios que tiene el carácter de omnilaterales. Sin embargo, nuestro Tribunal Supremo, a pesar de que ha tenido la oportunidad de manifestarse en ese sentido²⁶, todavía no lo ha hecho.

En consecuencia, es práctica común para protegerse de los eventuales incumplimientos del Pacto de Socios, el establecimiento de una cláusula penal por la cual el socio incumplidor deberá pagar al otro un importe determinado por cada incumplimiento del acuerdo.

6. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES DE LA SECCIÓN A.

Una vez analizadas las condiciones de la Operación a realizar, se ha llegado a las conclusiones que se proponen a continuación:

- (i) La Operación que se propone se estructurará en dos partes. En primer lugar, será necesario llevar a cabo una Carve-Out, en el que, mediante una escisión parcial o una segregación se constituya una nueva sociedad a la que se transfiera la División de golf. Dicha Modificación Estructural, se acogerá al régimen simplificado por lo que los requisitos para llevarla a cabo serán menores. A continuación, se realizará la compraventa del 30% por parte del Fondo en dicha Sociedad Beneficiaria o Target a través de la sociedad vehículo BidCo. Paralelamente a lo anterior, y previo a la firma del Contrato de compraventa, será necesario llevar a cabo un proceso de auditoría legal o *due diligence*.
- (ii) No es posible llevar a cabo la Operación mediante una compraventa de activos y pasivos ya que el Fondo solo quiere adquirir una participación de un 30%, por lo que en cualquier caso será necesario llevar a cabo un Carve-Out.
- (iii) La responsabilidad penal se transferirá automáticamente a la Sociedad Beneficiaria de la Modificación Estructural. Ahora bien, dicha responsabilidad penal podrá ser matizada por el juez o tribunal. Será clave el proceso de auditoría legal para determinar si los activos están “contaminados” o no de responsabilidad penal, así como establecer un régimen de responsabilidad adecuado en el Contrato de compraventa incluyendo indemnidades específicas para poder cubrir dicha responsabilidad penal.
- (iv) No será posible excluir al trabajador de familia Castilla de la Operación al darse la sucesión de empresas en ámbito laboral en la Modificación Estructural. En consecuencia, las alternativas que se proponen son: (i) despedirle y pagar la correspondiente

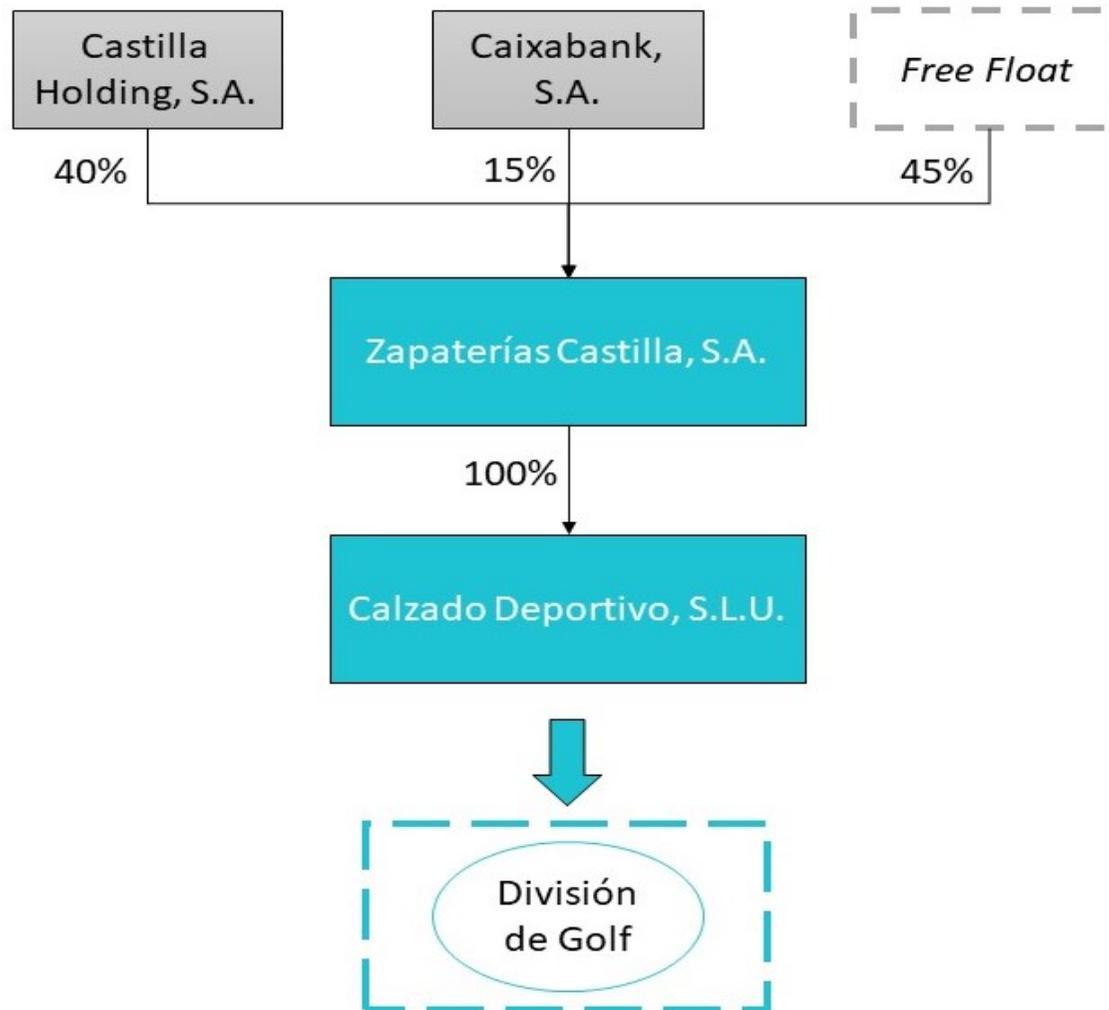
²⁵ Jesús Alfaro Águila-Real y José Massaguer Fuentes

²⁶ STS 103/2016 de 25 de febrero de 2016 – ECLI: ES:TS:2016:659.

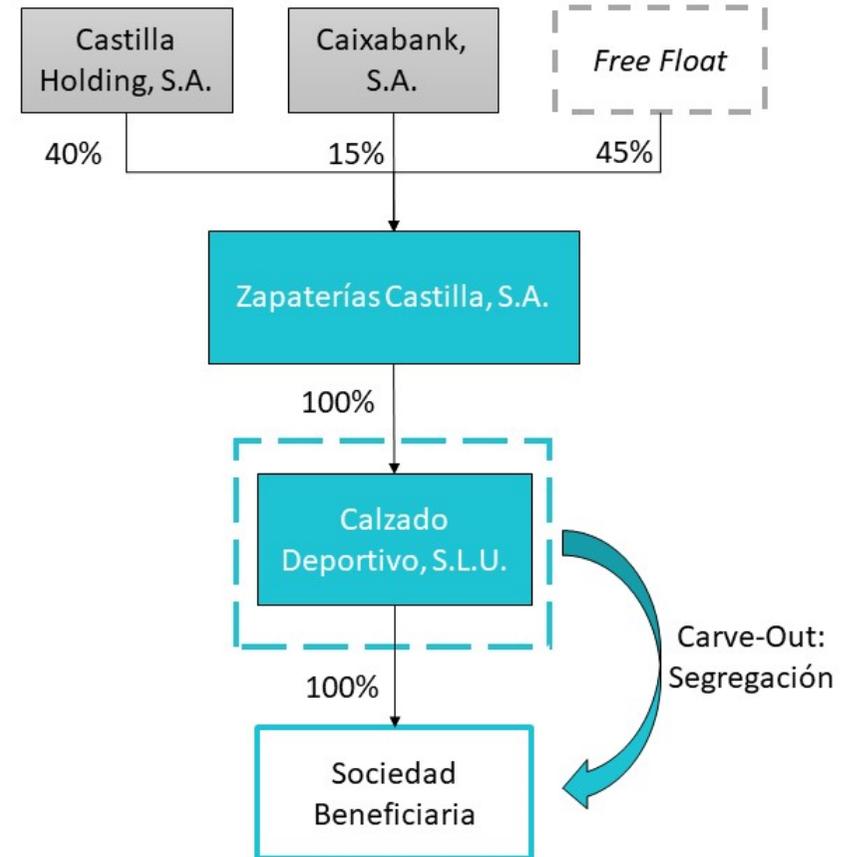
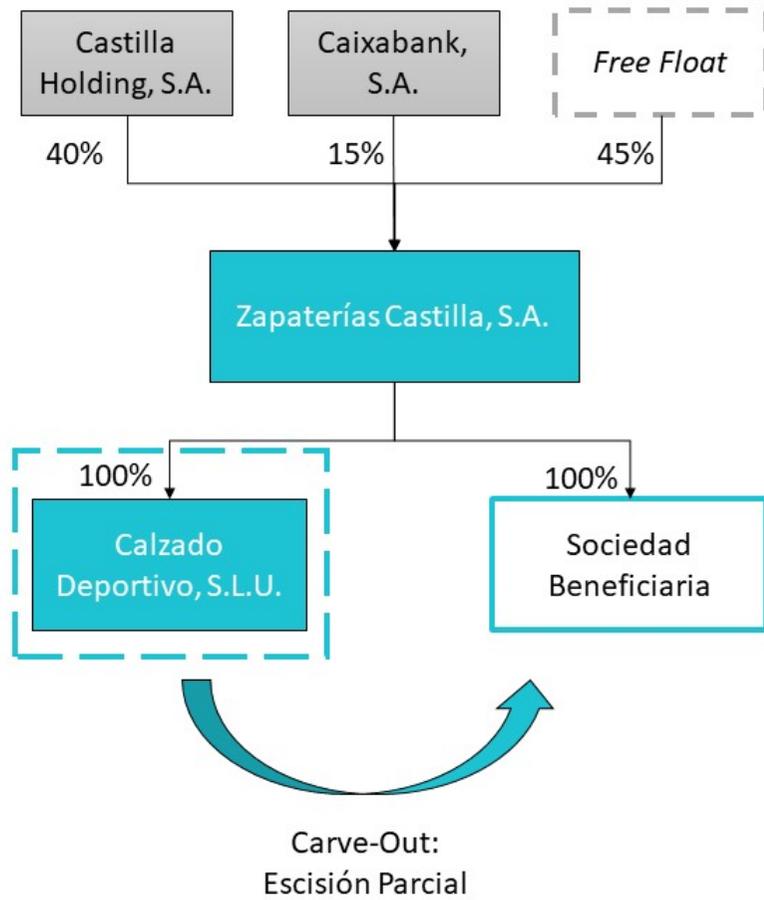
indemnización tras el proceso judicial laboral; (ii) indemnizarle y evitar el proceso judicial; o (iii) mantenerle en la Target para no tener que realizar ningún tipo de pago.

- (v) Una vez concluida la Operación, será necesario formalizar un pacto de socios entre la BidCo que adquiere (indirectamente el Fondo) y Zapaterías o Calzados según se opte por la escisión parcial o la segregación respectivamente. Dicho pacto de socios deberá establecer: (i) la forma de regular el órgano de administración de la Target; (ii) la forma de regular la junta general de la Target; y (iii) el régimen de transmisión de las participaciones.

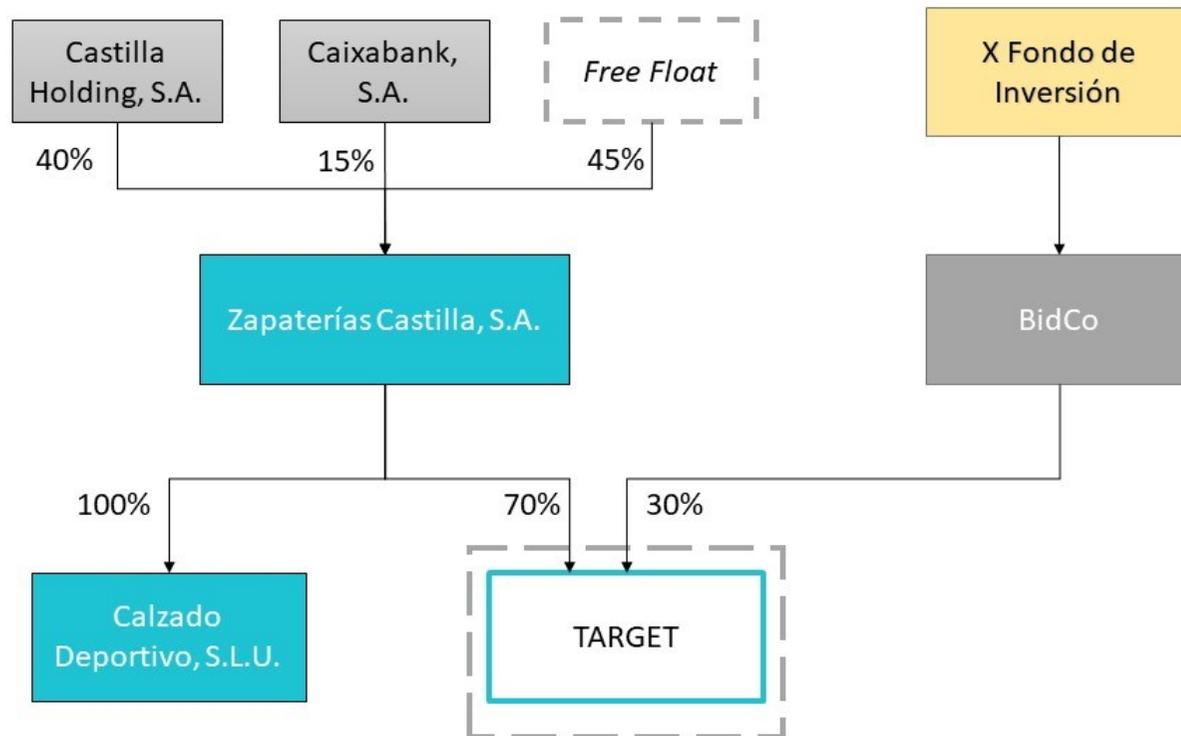
SECCIÓN A – ANEXO I
ESTRUCTURA SOCIETARIA ACTUAL DEL GRUPO



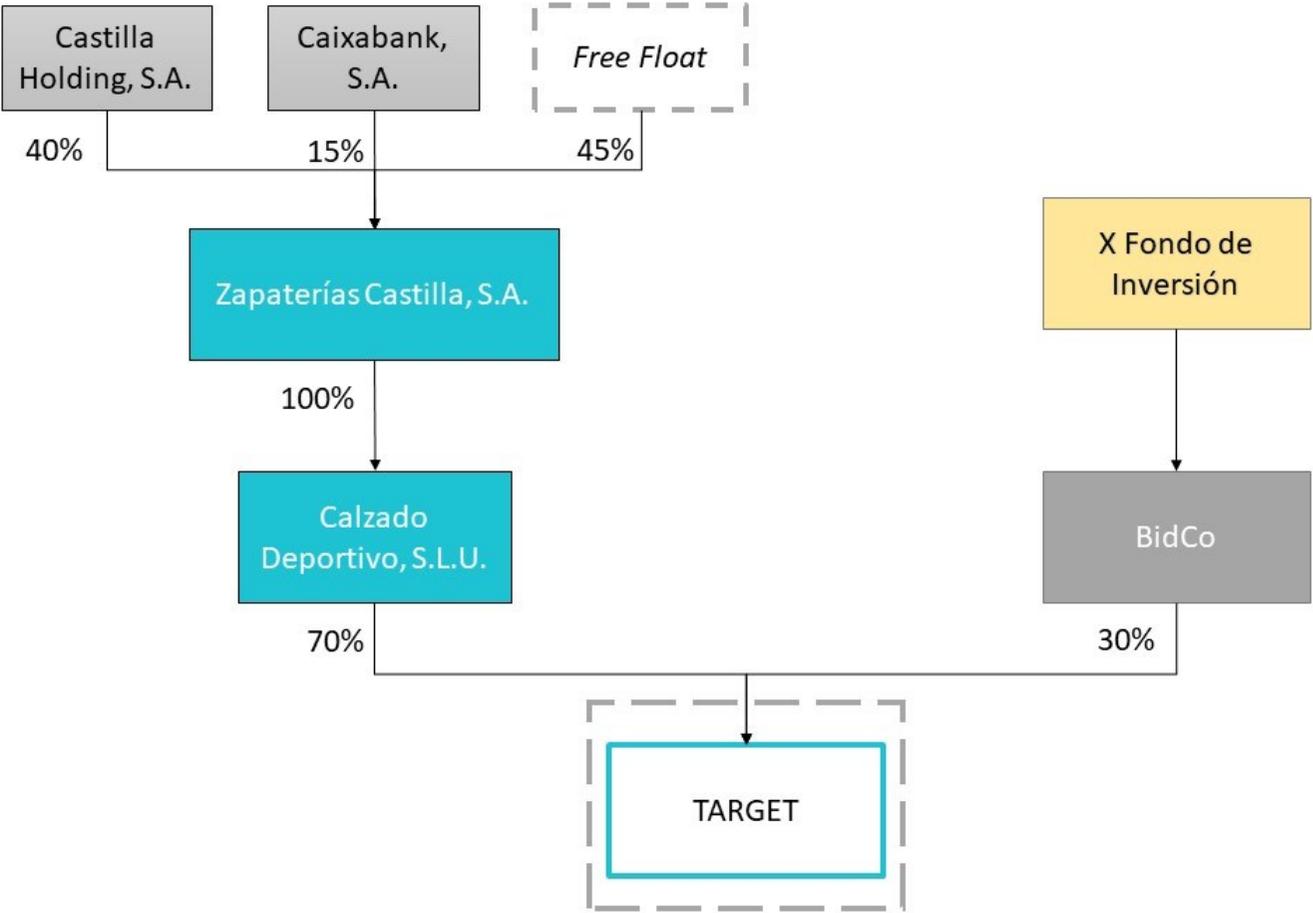
SECCIÓN A – ANEXO II
ESTRUCTURA SOCIETARIA RESULTANTE DEL CARVE-OUT



SECCIÓN A – ANEXO III
ESTRUCTURA RESULTANTE TRAS LA ESCISIÓN PARCIAL Y LA COMPRAVENTA



SECCIÓN A – ANEXO IV
ESTRUCTURA RESULTANTE TRAS LA SEGREGACIÓN Y LA COMPRAVENTA



SECCIÓN A – ANEXO V
PLAN DE ACCIÓN SUMARIO PARA LA OPERACIÓN

A continuación, se desarrollan dos tablas en las que se incluyen los plazos aproximados para llevar a cabo la Operación, tomando como inicio el “**Día Z**”. Para mayor facilidad de comprensión, la primera tabla hace referencia al Carve-Out y, en consecuencia, a la ejecución de la escisión parcial o segregación, y la segunda a la compraventa de las participaciones sociales de la Target.

TABLA RELATIVA LA ESCISIÓN PARCIAL O LA SEGREGACIÓN				
	ACTUACIÓN	CONTENIDO	CALENDARIO	COMENTARIOS
1.	Elaboración del proyecto común de escisión/ segregación (el “ Proyecto ”).	Contenido mínimo que debe comprender el Proyecto en el apartado 2.1.3.(i) anterior.	Día Z (En 6 meses, si no lo aprueba el socio único, quedará sin efecto.)	Elaborado y firmado por todos los administradores de la sociedad escindida/segregada, esto es Calzado
2.	Acuerdo del órgano de administración.	Acuerdo del órgano de administración de Calzado aprobando el Proyecto.	Día Z	El acuerdo se adopta mediante acta.
3.	Aprobación del Proyecto y consecuentemente de la escisión parcial/ segregación por parte del socio único de Calzado, esto es Zapaterías.	a) Aprobación del Proyecto y de la escisión parcial o segregación.	Día Z	El acuerdo se adopta mediante acta de decisiones del socio único.

TABLA RELATIVA LA ESCISIÓN PARCIAL O LA SEGREGACIÓN				
	ACTUACIÓN	CONTENIDO	CALENDARIO	COMENTARIOS
		b) En caso de escisión parcial, reducción de capital social, si aplica, en sede Calzado ²⁷ . c) Constitución de la Sociedad Beneficiaria, aprobación de los estatutos sociales y nombramiento de sus administradores.		
4.	Publicación de la escisión o notificación individual escrita	Publicación en el <i>BORME</i> y en un diario de gran circulación en la provincia donde la sociedad tiene su domicilio, o notificación individual por escrito a todos los socios y acreedores.	Día Z + 5 días	
5.	Ejercicio del derecho de oposición de los acreedores	Para más información ver apartado 2.1.6. anterior.	Día Z + 35 días	Un mes, a contar desde la publicación del último anuncio de la escisión o notificación individual a los acreedores.
6.	Puesta a disposición de los trabajadores (o de sus representantes) de la	a) Proyecto. b) Cuentas anuales e informe de gestión (y, en su caso, informes de auditoría) de los tres últimos ejercicios.	Día Z+5 días	Después de la adopción del acuerdo de escisión y al menos con un mes de antelación al

²⁷ Como ya señalamos, esto ocurrirá siempre que la escisión parcial no se realice mediante reducción de reservas de libre disposición.

TABLA RELATIVA LA ESCISIÓN PARCIAL O LA SEGREGACIÓN				
	ACTUACIÓN	CONTENIDO	CALENDARIO	COMENTARIOS
	documentación a que se refiere el artículo 39 LME.	c) Estatutos de la sociedad escindida incluyendo posibles modificaciones, en su caso. d) Proyecto de escritura de constitución de la/s nueva/s sociedad/es beneficiaria/s de la escisión. e) Administradores de la sociedad escindida y beneficiaria/s.		otorgamiento de la escritura pública.
7.	Otorgamiento de la escritura pública de escisión	Otorgamiento por parte Calzado de la escritura pública de escisión parcial o segregación, constituyéndose la Sociedad Beneficiaria que iniciará su actividad en dicho momento	Día Z + 36 días	
8.	Presentación a inscripción de la escritura de escisión o segregación en el Registro Mercantil		Día Z + 40 días	La inscripción definitiva puede tardar entre 10 y 30 días.
9.	Inscripción de la escisión o segregación en otros registros públicos	En función de los activos que se transmiten (Registro de la Propiedad, Oficina Española de Patentes y Marcas).	Día Z + 60 días	Una vez inscrita la escritura de escisión o segregación en el Registro Mercantil.

TABLA RELATIVA A LA COMPRAVENTA DE PARTICIPACIONES SOCIALES

	ACTUACIÓN	CONTENIDO	CALENDARIO	COMENTARIOS
1.	Inicio del procedimiento de auditoría legal.	a) Volcado de información en el <i>data room</i> creada para el caso. b) Preguntas y respuestas para completar la información provista por los vendedores.	Día Z (Es muy probable que este proceso se inicia antes de llevarse a cabo o durante el proceso de Carve-Out).	
2.	Envío del informe de auditoría legal (<i>Red Flag Report</i>).	El informe contendrá las potenciales contingencias que se hayan determinado durante la auditoría legal, incluyendo el nivel de riesgo de estas y potenciales formas de solucionarlas, ya sea vía protección el Contrato de compraventa, ya sea mediante otras actuaciones.	Día Z + plazos establecidos por el Fondo.	
3.	Redacción y firma del Contrato de compraventa entre el Fondo el socio de la Target	Para más información ver apartado 2.2. anterior.	Día Z + 60 días aproximadamente	La firma se completará en el momento en el que la Target quede constituida, una vez completado el Carve-Out.
4.	Elevación a público del Contrato de compraventa, firma del pacto de socios y otorgamiento de demás	a) Otorgamiento de escritura de elevación a público del Contrato de compraventa.	Día Z + 60 días aproximadamente o en el momento en el que se cumplan o se	La elevación a público del Contrato de compraventa no será simultánea a su firma si

TABLA RELATIVA A LA COMPRAVENTA DE PARTICIPACIONES SOCIALES

	ACTUACIÓN	CONTENIDO	CALENDARIO	COMENTARIOS
	documentación complementaria.	b) Autorización de la Junta General de accionistas o del socio único. c) Pago del precio por el Comprador y otorgamiento de la correspondiente carta de pago por el Vendedor. d) Firma del Pacto de socios entre el Fondo y el Vendedor, y en su caso, elevación a público de este.	rechacen las condiciones suspensivas.	existen condiciones suspensivas que hagan que la misma se difiera en el tiempo.

SECCIÓN B

1. OBJETO.

La Sección B del presente Informe tiene como objeto establecer las principales consideraciones y requisitos para tener en cuenta para que ejecutar un aumento de capital dinerario en la sociedad cotizada Zapaterías Castillas, S.A. (“**Zapaterías**”) a través del cual la sociedad cotizada en la bolsa de Nueva York, Punma Corp. (“**Punma**”) adquiera una participación de al menos un 25% en Zapaterías.

1.1. Cuestiones previas que considerar.

De la información provista por las partes cabe destacar para la redacción de la Sección B del presente Informe:

- I. Zapaterías es una sociedad cotizada en la bolsa de Madrid, con un capital social de 20 millones de euros, dividido en 25 millones de acciones de 0,80 euros de valor nominal cada una de ellas. Todas sus acciones están admitidas a cotización en actualidad.
- II. Zapaterías se encuentra participada en un 40% por Castilla Holding, S.A. ("**Castilla Holding**"), sociedad controlada por los descendientes de la familia Castilla, en un 15% por Caixabank, S.A.; mientras que el 45% del capital restante pertenece a accionistas minoritarios, conformando el *free float* o capital flotante.
- III. En la actualizad, Zapaterías se encuentra en un momento en el que necesita importantes inversiones para renovar sus fábricas e invertir en nuevas tecnologías que le permitan competir en el mercado. En consecuencia, Castilla Holding tiene interés en suprimir el derecho de suscripción preferente de los accionistas para dar entrada a Punma como accionista.
- IV. Punma pretende adquirir un 25% del capital social de Zapaterías, para lo que sería necesario emitir 8.333.334 nuevas acciones, resultando el nuevo capital social en la cantidad de 26.666.667,2€, dividido en 33.333.334 acciones cada una de ellas con un valor nominal de 0,80€. Para mayor facilidad de comprensión de la operación se adjunta como **Anexo I** el organigrama societario y capital previo y posterior a la ejecución del aumento.

2. REQUISITOS Y FORMALIDADES PARA LLEVAR A CABO LA OPERACIÓN.

2.1. Exclusión del derecho de suscripción preferente.

En primer lugar, debemos considerar que la supresión del derecho de suscripción preferente supone la dilución política automática de los accionistas de Zapaterías, ya que dicho derecho se configura como la herramienta que posibilita a los accionistas actuales evitar este tipo de dilución, o al menos, ser compensados por la misma. Así la dilución política y la estructura del capital social de Zapaterías quedaría, tras la ejecución de la ampliación de capital, de la siguiente manera:

	Actual		Post Ampliación	
	%	N.º Acciones	%	N.º Acciones
Castilla Holding, S.A.	40%	10.000.000	30%	10.000.000
Caixabank, S.A.	15%	3.750.000	11,25%	3.750.000
<i>Free Float</i>	45%	11.250.000	33,75%	11.250.000
Punma Corp	0	0	25%	8.333.334
			TOTAL	33.333.334

Partiendo de lo mismo, el artículo 308 de la Ley de Sociedades de Capital establece la posibilidad de la supresión total o parcial del derecho de suscripción preferente cuando el interés social así lo exija.

Así, el requisito principal, es que existan razones de interés social que permitan la supresión del derecho de suscripción preferente. Podemos definir como el interés social como la suma de los intereses conjuntos de los socios de la Sociedad.

De igual manera, la Ley de Sociedades de Capital establece una presunción señalando, que la lesión del interés social se produce cuando se adoptan acuerdos que se imponen de manera abusiva por la mayoría a la minoría, pudiéndose los mismos impugnados. Por consiguiente, en el caso que nos compete, parece claro que para que el acuerdo por el que se apruebe el aumento de capital suprimiendo el derecho de suscripción preferente se adopte y goce de blindaje frente a posibles impugnaciones de accionistas, deberá ser adoptado defendiéndose y justificándose los motivos de dicha supresión, para que no se considere que Castilla Holding ha impuesto su interés propio, dañando injustificadamente el interés del resto de accionistas.

En consecuencia, será especialmente relevante que se justifiquen los motivos de interés social que justifican la supresión del derecho de suscripción preferente. Así, según la información provista, parece claro que Zapaterías necesita de grandes inversiones que

le permitan renovar sus fábricas y poner invertir en nuevas tecnologías para poder competir con sus competidores.

Dichos motivos, deben ir unidos a por qué Punma es un inversor ideal para Zapaterías, cosa que se puede justificar señalando la posibilidad de obtener sinergias productivas y de inversión, así como nuevas oportunidades de crecimiento para ambos.

A parte, de la necesidad de justificar los motivos de interés social, la Ley de Sociedades de Capital en el mismo artículo 308, exige otra serie de requisitos indispensables para poder llevar a cabo la exclusión del derecho de suscripción preferente:

- (i) Será necesario que los administradores de Zapaterías elaboren un informe en el que se especifique el capital social actual, el número de acciones que se pretende emitir, el tipo de emisión propuesto, la contraprestación a satisfacer por dichas acciones, los datos de los suscriptores, y la propuesta que justifique la supresión del derecho de preferencia.
- (ii) Asimismo, será necesario informe de experto independiente, distinto del auditor de las cuentas de Zapaterías, nombrado a estos efectos por el Registro Mercantil. El experto independiente deberá elaborar un informe en el que se incluya el valor razonable de las acciones de Zapaterías, el valor teórico del derecho de suscripción preferente cuyo ejercicio se propone suprimir y la razonabilidad de los datos contenidos en el informe de los administradores. Se debe tener en cuenta, que, al tratarse de una sociedad cotizada este informe no sería necesario si se realizase una emisión de acciones por un importe inferior al 20% del capital social, aunque en dicho caso se podría obtener voluntariamente, según se dispone en el artículo 504.1 de la Ley de Sociedades de Capital²⁸.
- (iii) Igualmente, en el anuncio de la convocatoria de la Junta General, deberá constar la propuesta de supresión del derecho de suscripción preferente, el tipo de emisión de nuevas acciones y el derecho de los accionistas a examinar en el domicilio social los informes referidos en los apartados (i) y (ii) anteriores.
- (iv) Por último, las acciones deberán emitirse a valor razonable, esto es sumando el valor nominal y el importe de la prima de emisión. Dicho valor razonable se determinará por el experto independiente en el informe a emitir. De igual manera, cabe señalar que para sociedades cotizadas en el supuesto que se emitan acciones por un valor inferior al 20% del capital social, el artículo 504.3 establece la

²⁸ Este nuevo régimen ha entrado en vigor tras la reforma de la Ley de Sociedades de Capital el pasado abril de 2021, mediante la Ley 5/2021.

presunción de que el valor razonable es el valor de mercado, tomándose como referencia a la cotización bursátil y no pudiendo en ningún caso ser inferior al 10% de dicha cotización.

Por último, cabe señalar que el artículo 505 de la Ley de Sociedades de Capital, establece que, en sede de cotizadas, el acuerdo por el que se adopte el aumento de capital con supresión del derecho de suscripción preferente podrá delegar en el consejo la fijación del precio de emisión de las acciones, las demás condiciones de emisión, así como la ejecución del acuerdo, según se establece en el artículo 297.1. a) de la Ley de Sociedades de Capital.

2.2. Consecuencias del no cumplimiento de los requisitos a la hora de suprimir el derecho de suscripción preferente.

La consecuencia principal de que no se cumplan los requisitos legales establecidos para la supresión del derecho de suscripción preferente es que el acuerdo por el que se adopta el aumento de capital sea impugnabile. Así debemos hacer referencia a lo que dispone el artículo 204 de la Ley de Sociedades de Capital, pudiendo ser impugnabile principalmente por dos motivos:

- (i) Si no se cumplen los motivos formales, es decir, no se elaboran los informes pertinentes o no se cumplen los requisitos establecidos en el apartado 2.1.1(iii) anterior, se podría considerar que el acuerdo adoptado es contrario a la ley, y en consecuencia impugnabile. El examen de estos requisitos es simple, porque solo es necesario determinar si se han cumplido o no las formalidades.
- (ii) Si no se cumplen los requisitos materiales, es decir, las acciones se emiten a un valor inferior al valor razonable o no existen motivos de interés social para justificar la supresión del derecho de suscripción preferente, estaríamos en un supuesto en el que se está produciendo una lesión del interés social y, en consecuencia, sería igualmente impugnabile el acuerdo.

Debemos reseñar otra vez, que es clave justificar la existencia de motivos de interés social, ya que, en caso contrario se podría considerar que Castilla Holding está imponiendo su voluntad al resto de accionistas, causando un perjuicio a los mismos, que es su dilución, política, en el caso de que solo se suprima el derecho de suscripción preferente; y, además, económica, si las acciones se emiten por debajo de su valor razonable correspondiente.

3. ÓRGANO COMPETENTE PARA LA APROBACIÓN DEL AUMENTO DE CAPITAL.

De conformidad a lo que dispone el ya mencionado artículo 308 de la Ley de Sociedades de Capital, el órgano competente para aprobar la supresión del derecho de suscripción preferente es la propia Junta General de accionistas de Zapaterías.

Ahora bien, debemos hacer referencia al supuesto en el que la Junta General hubiese delegado en el consejo de administración la facultad de aumentar capital social de conformidad al artículo 297.1.b) de la Ley de Sociedades de Capital.

En sede de cotizadas, dicho acuerdo también podrá delegar en el consejo la posibilidad de excluir el derecho de suscripción preferente, siempre que existan razones de interés social y que la emisión sea por un importe inferior al 20% del capital social, según dispone el artículo 506.1 de la Ley de Sociedades de Capital.

Además, el anuncio de la convocatoria de Junta General en la que se proponga delegar las facultades al consejo para aumentar el capital también deberá incluir expresamente la autorización para que se excluya el derecho de suscripción preferente para dichos aumentos.

4. POSIBILIDAD DE EMITIR ACCIONES POR DEBAJO DEL PRECIO DE COTIZACIÓN.

Ya hemos señalado en el apartado 2.1.1(iv) anterior que, en sede de cotizadas, cuando el valor de la emisión sea superior al 20% del capital social, el valor razonable será aquel que se determine en el informe del experto independiente. De igual manera, en los supuestos de que el valor de la emisión sea inferior al 20% del capital social, la Ley de Sociedades de Capital establece la presunción de que el valor razonable será el valor de mercado, infiriéndose este a través del precio de cotización bursátil de las acciones y no pudiendo ser inferior a un 10% del mismo.

Ahora bien, teniendo en cuenta que Punma quiere una rebaja del precio de cotización para emitir sus acciones, debemos hacer referencia al apartado 4º del artículo 504. En el mismo se establece la posibilidad de emitir acciones por debajo de su valor razonable siempre que el informe de los administradores justifique el interés social de dicho tipo de emisión propuesto y que el informe del experto independiente analice la dilución económica esperada y justifique la razonabilidad de los motivos establecidos en el informe de los administradores para la emisión.

Por consiguiente, podemos señalar que no existe una prohibición expresa de que emitir las acciones por debajo del precio de cotización. Sin embargo, debemos tener en cuenta que en este supuesto se estaría produciendo ya no solo una dilución política automática derivada de la supresión del derecho de suscripción preferente, sino también la dilución

económica al emitirse con una prima inferior a la que correspondería. Así, Castilla Holding debería valorar el riesgo de que el acuerdo que se adoptase fuese impugnado por los accionistas de Zapaterías, especialmente por los minoritarios, al sufrir dichos perjuicios.

5. LA OBLIGACIÓN DE LANZAR UNA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN (OPA).

5.1. Concurrencia de los requisitos para lanzar una OPA.

En el supuesto que la operación de ampliación de capital sea ejecutada y Punma entre al capital de Zapaterías con una participación del 25% en la misma, habrá que analizar si existe una toma de una participación de control por parte de Punma en Zapaterías de conformidad a lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (el “**Reglamento de OPAs**”).

Así, el artículo 4 del Reglamento de OPAs establece que Punma habrá alcanzado una participación de control en el que supuesto que concurra una de las siguientes alternativas:

- (i) Que se alcance directa o indirectamente un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30% del total - situación que entendemos que no ocurre, ya que suponemos que Punma no tiene más inversiones, directas o indirectas, que la realizada a través de la ampliación de capital en Zapaterías, ostentando en consecuencia tan solo el 25% de los derechos de voto. Además, se debe señalar que el artículo 4.2 del Reglamento de OPAs establece que la Comisión Nacional del Mercado de Valores dispensará de la obligación de formular OPA con respecto a este supuesto, si otro accionista tuviera un porcentaje de voto igual o superior al que tenga el obligado a formular la oferta. En nuestro supuesto, tras la ejecución del aumento de capital, Castilla Holding mantendrá una participación del 30%, superior al 25% que ostenta Punma; o
- (ii) Que, no habiéndose alcanzado dicho porcentaje de derechos de voto, se designe, en los 24 meses siguientes a la fecha de la adquisición del porcentaje inferior, un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya hubiera designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad. De esta manera debemos hacer referencia al artículo 6 del Reglamento de OPAs que dispone los supuestos de lo que se debe considerar como nombramiento de consejero (sin contar el nombramiento de consejero

independientes o dominicales de otros accionistas que actúen en concierto con Punma) para la toma de una participación de control²⁹:

- (a) Cuando el consejero haya sido nombrado por Punma o por una sociedad perteneciente a su mismo grupo en ejercicio de su derecho de representación proporcional.
- (b) Cuando los nombrados sean, o hubieran sido en los 12 meses anteriores a su designación, consejeros, altos directivos, empleados o prestadores no ocasionales de servicios a Punma o sociedades pertenecientes a su mismo grupo.
- (c) Cuando el acuerdo de nombramiento no se hubiese podido adoptar sin los votos a favor emitidos por Punma o por sociedades pertenecientes a su mismo grupo, o por los miembros del órgano de administración designados con anterioridad por dicho titular.
- (d) Cuando en la documentación societaria en la que conste el nombramiento, incluyendo las actas, certificaciones, escrituras públicas u otra documentación elaborada para obtener la inscripción registral, en la información pública de la sociedad afectada o del titular de la participación de que se trate, o en otra documentación de la sociedad afectada, Punma asuma que el consejero ha sido designado por ella o que lo representa o es consejero dominical en la sociedad afectada por su relación con Punma.

Así, no disponemos de datos suficientes para determinar si se cumplen los requisitos de este segundo supuesto, existiendo o no la obligación de lanzar una OPA. Ahora bien, si en la actualidad, no ha nombrado a más de la mitad de los consejeros del Consejo de Administración de Zapaterías y no los nombra transcurridos 24 meses, no habría obligación de lanzar la OPA.

Sin embargo, en caso de que en los próximos 24 meses Punma nombrase a más de la mitad de los miembros de los consejeros del Consejo de Administración, Punma tendrá la obligación de lanzar OPA según se regula en los artículos 3 y 7 del Reglamento de OPAs.

²⁹ A pesar de que el Reglamento de OPAs establece un cuarto requisito en su apartado d, este no sería de aplicación tras la reforma de la Ley de Sociedades de Capital por la Ley 5/2021, que prohíbe el nombramiento de personas jurídicas como miembros del Consejo de Administración en las sociedades cotizadas, según se establece en el artículo 529 bis.

Así, la OPA, que se deberá realizar por la totalidad de los valores y a un precio equitativo tal y como se define en el artículo 5.2.1 a continuación, deberá ir dirigida:

- (a) A todos los titulares de las acciones de la sociedad cotizada, incluidos los de acciones sin voto que, en el momento de solicitarse la autorización de la oferta, tengan derecho de voto de acuerdo con lo establecido en la legislación vigente.
- (b) Cuando existan, a todos los titulares de derechos de suscripción de acciones, así como a los titulares de obligaciones convertibles y canjeables en ellas.

Igualmente, podrá dirigirse o no todos los titulares de *warrants* o de otros valores o instrumentos financieros que den opción a la adquisición o suscripción de acciones. Si se dirigiese a ellos, la OPA se tendría que dirigir a la totalidad de estos.

5.2. Precio equitativo y *squeeze out*.

5.2.1. Precio equitativo.

En el supuesto en el que hubiésemos concluido que Punma tiene obligación de lanzar una OPA al haber alcanzado una participación de control, esta, al ser obligatoria, tiene la característica de lanzarse a precio equitativo.

Se puede entender como precio equitativo, al que como mínimo, es igual al precio más elevado que se haya pagado por el obligado a formular OPA o por las personas que actúen en concierto con él por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta. Así se establecen dos supuestos:

- (i) Si en los 12 meses previos a la formulación de la OPA, el obligado o las personas que actúan en concierto con él hubieran adquirido acciones de la sociedad sobre la que se lanza la OPA, el precio equitativo no podrá ser inferior a la contraprestación más elevada que hubieran pagado por dichos valores.
- (ii) Si, al contrario, no se hubiese procedido adquirir ningún valor de la sociedad sobre la que se lanza la OPA, el precio equitativo no podrá ser inferior al calculado conforme a los criterios establecido en el artículo 10.5 del Reglamento de OPAs.

Asimismo, cabe señalar que de conformidad a lo establecido en el artículo 9 del Reglamento de OPAs, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá requerir al oferente un informe sobre los métodos y criterios de valoración aplicados para determinar el precio equitativo, así como modificar el precio equitativo calculado por el

oferente, cuando se dé alguna de las circunstancias recogidas en el apartado 4º del mencionado artículo.

5.2.2. Squeeze out o compraventa forzosa.

El *squeeze out* se puede entender como la forma que tiene el socio o accionista mayoritario de excluir a los minoritarios del capital social de una sociedad. Así, en derecho español, con carácter general está prohibido salvo que se dé en el contexto de una OPA, según se regula en los artículos 47 y 48 del Reglamento de OPAs.

De esta manera, el *squeeze out* o compraventa forzosa permite a quien hubiera formulado una OPA dirigida a la totalidad del capital social, una vez ejecutada la misma, exigir a los restantes accionistas que no la hubieran aceptado la venta forzosa de dichos valores al mismo precio equitativo que el correspondiente a la contraprestación de la OPA formulada. Cabe señalar que el titular de los valores que no hubieran sido adquiridos a fecha de liquidación de la OPA podrá ejercer el derecho de venta, forzando al oferente a que los adquiera.

El ejercicio del derecho de compraventa forzosa está condicionado a la concurrencia de las siguientes dos circunstancias para poder ser ejercido:

- (i) Que el oferente sea titular de valores que representen al menos el 90% del capital social con derecho de voto de la sociedad afectada.
- (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.

Asimismo, el artículo 48 del Reglamento de OPAs establece el procedimiento a través del cual se puede ejercer el derecho de compra o venta forzosa, estableciendo un plazo máximo de tres meses a contar desde la fecha de finalización del plazo de aceptación para exigir su ejercicio.

6. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES DE LA SECCIÓN B.

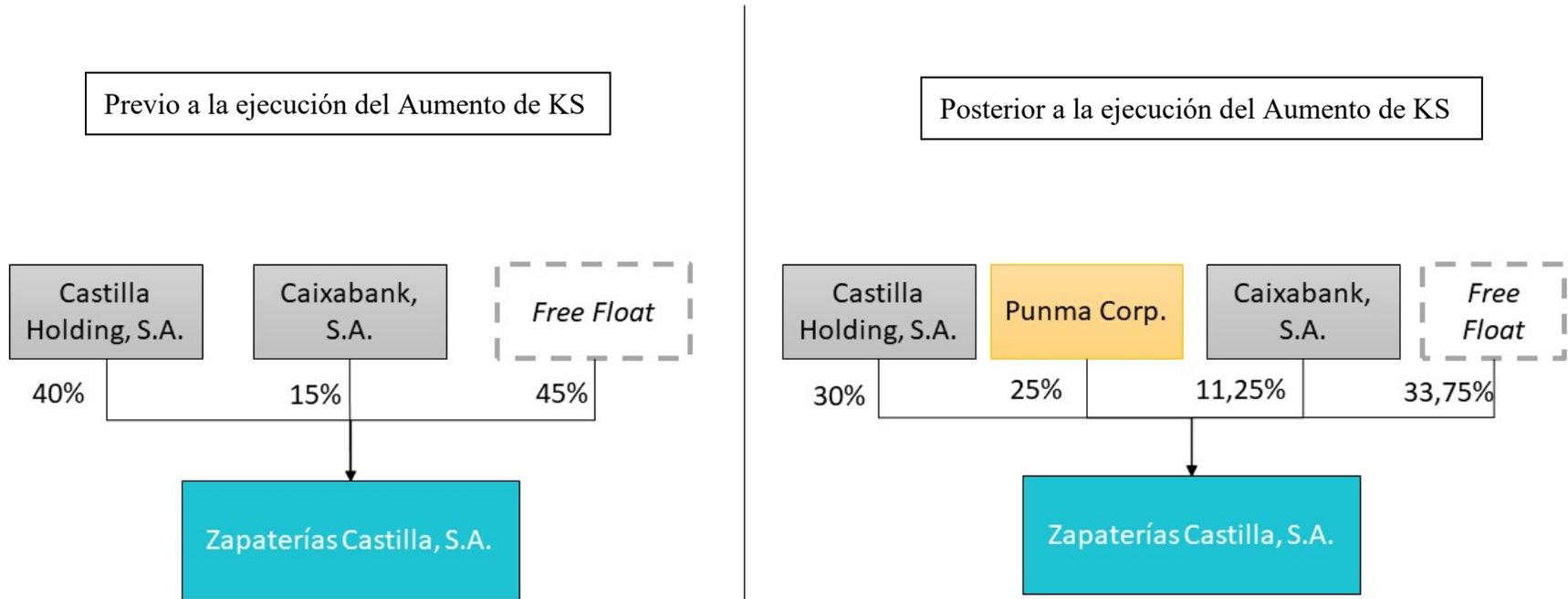
Una vez analiza la operación de aumento de capital dineraria en Zapaterías y la entrada de Punma en la dicha sociedad, podemos llegar a las siguientes conclusiones:

- (i) El aumento de capital se podrá realizar excluyendo el derecho de suscripción preferente que ostentan el resto de los accionistas. Ahora bien, dicha exclusión supone la dilución política automática de los mismos, por la que, además, no van a ser compensados económicamente. Así, para poder excluir el derecho de suscripción preferente serán necesarios dos requisitos principales. Por una parte, la existencia de razones de interés

social que justifiquen dicha exclusión. Para el caso planteado, la necesidad de inversión para modernizar la sociedad, invertir en I+D+i y poder ser más competitiva en el mercado parecen causas justificativas válidas. En segundo lugar, será necesario que las acciones a emitir se emitan a valor razonable. Ambos requisitos deberán ser justificados en el informe correspondiente de los administradores y de experto independiente que tendrá que ser puesto a disposición de los accionistas de Zapaterías.

- (ii) El órgano competente para excluir el derecho de suscripción preferente será la propia Junta General de accionistas de Zapaterías. En sede de cotizadas, si la Junta General hubiese delegado en el consejo de administración la posibilidad de aumentar capital, podrá excluir el derecho de suscripción preferente en emisiones por debajo de un 20% del capital social, siempre que se delegase expresamente dicha facultad.
- (iii) Igualmente, se podrán emitir acciones por debajo del precio de cotización. Sin embargo, la exclusión del derecho de suscripción preferente y la emisión por debajo del precio de cotización supone la dilución política y económica del resto de accionistas. Dicha emisión por debajo del precio de cotización deberá ser justificada mediante informe de los administradores en el que se expongan las razones de interés social y mediante informe del experto independiente en el que se analice la dilución económica esperada. Aun así, se debe analizar el riesgo de posible impugnación del acuerdo por parte del resto de accionistas que se verán diluidos.
- (iv) Por otra parte, una vez ejecutado el aumento, no existe por parte de Punma la obligación de lanzar una OPA, al no haber alcanzado una participación de control según se define en el Reglamento de OPAs. Sin embargo, si en los próximos 24 meses, Punma nombra a más de la mitad de los miembros del consejo de administración de Zapaterías, estaría obligada a lanzar la misma.
- (v) La OPA deberá ser lanzada a la totalidad de los accionistas y a precio equitativo. Una vez ejecutada, cabrá el ejercicio del derecho de compraventa forzosa o *squeeze out* en caso de que Punma sea titular de valores que representen al menos el 90% del capital y que la OPA hubiese sido aceptada por titulares de valores que representen al menos el 90% de los derechos de voto.

SECCIÓN B - ANEXO I
ORGANIGRAMA Y ESTRUCTURA DE CAPITAL DE ZAPATERÍAS



SECCIÓN C

1. OBJETO.

La Sección C del Informe tiene como objeto analizar las cuestiones societarias de la desinversión y venta de la participación del 40% (lo “**Compraventa**”) de Castilla Holdings, S.A. (“**Castilla Holding**”) en Honmas, S.L.(“**Honmas**”), y determinar si el proceso llevado para dicha desinversión ha sido el adecuado.

1.1. Cuestiones previas que considerar.

De la información provista por las partes cabe destacar para la redacción de la Sección C del presente Informe:

- I. En el año 2020, Castilla Holding adquirió el 40% de Honmas, dedicada a la fabricación y venta de material deportivo desde su fábrica de Alicante. El restante 60% pertenece al grupo Diadoras.
- II. Tras no funcionar la relación con el grupo Diadoras, el consejo de administración de Castilla Holding inicia un procedimiento de desinversión en Honmas. Para ello, D. Santiago Castilla, presidente del consejo de administración (en adelante, el “**Presidente del Consejo**”), convoca el mismo informando de las ofertas recibidas.
- III. Celebrada la reunión del consejo de administración, se adopta la decisión de aceptar una de las ofertas recibidas, aprobándose la Compraventa y otorgándose poderes a favor de uno de los consejeros para otorgar la correspondiente escritura de compraventa de participaciones sociales, que se firma ante notario unas semanas después.
- IV. En la siguiente reunión de la Junta General de accionistas de Castilla Holding, el Presidente del consejo de administración informa sobre los términos y condiciones en los que se ha llevado a cabo la Compraventa, mostrándose algunos de los accionistas disconformes con la operación.
- V. En consecuencia, se solicita analizar si la Compraventa se ha formalizado correctamente y detallar las principales relaciones que existen entre los órganos de gobierno de Castilla Holding.

2. ADOPCIÓN DEL ACUERDO DE COMPRAVENTA.

2.1. Órgano competente para aprobar la Compraventa.

Debemos determinar si el consejo de administración de Castilla Holding ha actuado correctamente aprobando la compraventa, o si bien dicha facultad corresponde a la Junta General de accionistas.

En consecuencia, se debe hacer referencia al ya mencionado artículo 160 f) de la Ley de Sociedades de Capital, que establece la competencia de la Junta General la adquisición, la enajenación o la aportación a otra sociedad de activos esenciales³⁰.

Por consiguiente, la cuestión a determinar es si la participación de Castilla Holding en Honmas es un activo esencial o no. Así, la Ley de Sociedades de capital establece la presunción del 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, dato que desconocemos. Por otra parte, a la hora de calificar un activo como “esencial” hay que analizar si la operación excede el ámbito de la administración ordinaria de la sociedad y si tiene un impacto en los derechos o intereses de los socios.

Asimismo, se debe señalar que gran parte de la doctrina ha defendido que un activo tendrá el carácter de esencial cuando su aportación, adquisición o enajenación suponga la no posibilidad de desarrollar las actividades que componen el objeto social. En sentido contrario, si el activo a transmitir no impide el desarrollo del objeto social, la competencia para aprobar la Compraventa sería del consejo de administración, no aplicándose el artículo 160 f).

Así, desde un punto de vista pragmático, podemos considerar activo esencial a una impresora perteneciente a una sociedad que se dedica a actividades de impresión y que solo posee dicha impresora, sin tener en cuenta el ínfimo valor que pueda tener la misma en el balance de sociedad. Aplicando este ejemplo a nuestro supuesto de hecho, podemos considerar que el objeto social de Castilla Holding es la tenencia de valores en otras sociedades. Por consiguiente, si la participación que se poseía en Honmas era una parte significativa con respecto a los valores que Castilla Holding ostenta en las diferentes sociedades en las que participa, podríamos llegar a la conclusión de que, con la formalización de la Compraventa, se está afectando al objeto social y a los intereses

³⁰ De igual manera, tenemos que hacer referencia al apartado j) del mismo artículo que establece que también será competencia de la Junta General cualquier asunto que se determine en los estatutos. Para este análisis vamos a considerar que no se regula nada en los mismos.

de los socios. En consecuencia, estaríamos ante una operación cuya competencia de decisión corresponde a la Junta General y no el consejo de administración.

En consecuencia, cabría que los accionistas disconformes con la Compraventa impugnen el acuerdo por el que se adoptó la misma, alegando que operación afecta directamente al objeto social de Castilla Holding y en consecuencia a sus intereses. Por consiguiente, el acuerdo sería impugnabile de conformidad al artículo 204 de la Ley de Sociedades de Capital al ser contrario a la Ley de Sociedades de Capital, concretamente al artículo 160 f).

Ahora bien, con la información provista no nos es posible determinar qué órgano de gobierno es competente, ya que la participación objeto de la Compraventa puede ser considerada activo esencial o no, según se ha expuesto.

2.2. Posibles consecuencias frente a terceros de la no adopción del acuerdo.

Ya hemos señalado que si no se adopta el acuerdo el mismo podría ser impugnado por los accionistas al ser contrario a la ley. Sin embargo, debemos hacer una breve referencia a que ocurría con respecto a la Compraventa, y si hubiera algún tipo de consecuencia para el comprador de la participación en Honmas.

Así, con referencia al ámbito del poder de representación del consejo de administración de Castilla Holding. Tal y como se señala en el artículo 234.2, la sociedad quedará obligada frente a terceros que hayan obrado de buena fe y sin culpa grave. Por ende, si el comprador obró con una diligencia mínima y de buena fe, Castilla Holding quedará obligada³¹. Con respecto a esto, debemos señalar que el consejero que formaliza la compraventa tenía poder suficiente, otorgado por el consejo para efectuarla, reforzando esta tesis. Así, podemos concluir que la Compraventa sería difícilmente atacable por terceros, quedando la misma formalizada.

2.3. Eventual responsabilidad de los administradores.

En cuanto a si los administradores deberían responder, si concluimos como hemos hecho estableciendo que el acuerdo es impugnabile por ser contrario a la ley estaríamos en unos de los presupuestos establecidos en el artículo 236.1 de la Ley de Sociedades de Capital, que establece que los administradores responderán frente a la sociedad, frente a los

³¹ Según se avala en la Resolución de 26 de junio de 2015, de la Dirección General de los Registros y del Notariado (BOE 11 de agosto de 2015).

socios y frente a los acreedores sociales por actos contrarios a la ley, presumiéndose su culpabilidad.

Así, tras la conclusión de la Compraventa, parece posible que la sociedad (o en su caso, subsidiariamente los socios y los acreedores) ejerciesen la acción social de responsabilidad según se regula en los artículos 238, 239 y 240 de la Ley de Sociedades de Capital. Dicha acción podrá ser adoptada, previo acuerdo de la junta general, a solicitud de cualquier socio, aunque no conste en el orden del día.

Igualmente, según se establece en el artículo 239 de la Ley de Sociedades de Capital, podrá ser ejercida por el socio o los socios que posean individual o conjuntamente una participación que les permita solicitar la convocatoria de la junta general, es decir, de un 5%.

Asimismo, podrá ser ejercida por los acreedores, según se establece en el artículo 240 de la Ley de Sociedades de Capital, cuando no haya sido ejercitada por la sociedad o sus socios, siempre que el patrimonio social resulte insuficiente para la satisfacción de sus créditos.

Finalmente, cabría plantearnos la posibilidad del ejercicio de una acción de individual de responsabilidad por parte de alguno de los socios por sufrir un daño directo según se establece en el artículo 241 de la Ley de Sociedades de Capital. Como señala parte de la doctrina³², parece posible el ejercicio de dicha acción cuando la Compraventa supusiese una modificación de hecho del objeto social y el socio o socios no pudiesen ejercer su derecho de separación según se establece en el artículo 346.1 a) de la Ley de Sociedades de Capital. Es decir, que Castilla Holding dejase de ejercer actividades de tenencia de valores, porque no participa en más sociedades. .

3. ÓRGANOS DE GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES MERCANTILES Y RELACIÓN ENTRE LOS MISMOS.

La junta general y el consejo de administración son los dos órganos de gobierno máximo de las sociedades mercantiles bajo el derecho español. Así, la junta general es un órgano de carácter recurrente que está compuesto por todos los socios o accionistas y a la que se le reservan unas determinadas competencias exclusivas recogidas en el ya mencionado artículo 160 de la Ley de Sociedades de Capital, en los estatutos o en otras disposiciones legales. Los socios ejercerán a través de la junta general sus derechos

³² Marín de la Bárcena, Fernando en Operaciones con activos esenciales: estado de la cuestión. Publicaciones GA_P. Noviembre de 2015.

políticos, entre los que se incluyen su derecho de asistencia y voto, su derecho de información y su derecho de impugnación de acuerdos sociales.

Por otra parte, el órgano de administración es un órgano de carácter permanente que ostenta la competencia de la gestión y representación de la sociedad, incluyendo la representación frente a terceros, de conformidad a lo establecido en el artículo 209 y 233 de la Ley de Sociedades de Capital.

3.1. La relación entre la junta general y el órgano de administración.

La relación existente entre ambos órganos de gobierno se puede definir como una relación de agencia, a través de la cual la junta general mandata al órgano de administración la gestión y representación de la sociedad. Esto es la esencia de las sociedades de capital en derecho español, que no exigen la involucración de los socios en la gestión de estas. Así, podríamos considerar en base a esta relación de agencia, que la junta general es el principal mientras el órgano de administración es el agente.

Por consiguiente, la junta general, al ser un órgano interno y recurrente que no puede actuar por sí mismo, es la encargada de determinar la forma que debe adoptar el órgano de administración y de nombrar y cesar a los administradores. Dichos administradores actuarán sujetos a los deberes de diligencia y de lealtad, que se extenderán a todos los socios, no solo a los que les nombraron o propusieron y rendirán cuentas ante los mismos por su gestión. De igual manera, será la junta general la encargada de determinar la remuneración del órgano de administración.

Por otra parte, se debe tener en cuenta que junta general podrá reservarse vía estatutos la decisión de determinadas materias de conformidad con lo que dispone el artículo 160 j). Asimismo, podrá intervenir en materias de gestión como se desarrollará más adelante en el apartado 5.

Por último, señalar, que los administradores responderán, incluso en los supuestos en los que el acto o acuerdo lesivo haya sido adoptado, autorizado o ratificado por la junta general, por los daños derivados de sus actuaciones contrarias a la ley, los estatutos y sus deberes fiduciarios según se establece en el artículo 236 de la Ley de Sociedades de Capital. Dicha responsabilidad podrá ser frente a la propia sociedad, frente a los socios y frente a los acreedores sociales.

3.2. Formas de organización del órgano de administración.

Según se establece en la Ley de Sociedades de Capital la administración de la sociedad se podrá confiar a (i) un administrador único, a (ii) varios administradores que actúen

de forma solidaria, (iii) varios administradores que actúen de forma conjunta o (iv) a un consejo de administración.

3.2.1. El administrador único.

En caso de que se designe un administrador único, el mismo ostentará el poder de representación de la sociedad. Asimismo, se le atribuirán todas las facultades de gestión y representación de la sociedad, sin perjuicio de los apoderados que este pueda nombrar.

Esta figura suele ser habitual en sociedades unipersonales, en sociedades familiares y en filiales participadas en su totalidad por la matriz, ya que permite una ágil toma de decisiones.

3.2.2. Administradores mancomunados.

En caso de que se opte por el nombramiento de administradores mancomunados, estos deberán actuar conjuntamente para cualquier acto de gestión y representación de la sociedad, ostentando las mismas ambos. El nombramiento de administradores mancomunados está limitado a 2 en las sociedades anónimas, mientras que no existen un número máximo en las sociedades limitadas.

Optar por este sistema de administración puede suponer la ralentización a la hora de tomar decisiones o actuar. Sin embargo, es ideal cuando se quiere asegurar las posiciones de igualdad de los socios.

3.2.3. Administradores solidarios.

Esta figura se caracteriza por ser al menos dos personas las que constituyen conjuntamente el órgano de administración. No obstante, a diferencia de los administradores mancomunados, tanto la gestión como la representación de la sociedad se atribuye de forma individual a cada uno de los administradores solidarios, por lo que podrán individualmente decidir sobre cualesquiera funciones y competencias atribuidas por la Ley o los estatutos sociales al órgano de administración.

Ni en sede de sociedad anónima, ni en sede de sociedad limitada existe un número máximo de administradores solidarios, aunque los estatutos deberán establecer tanto el límite máximo como mínimo.

3.2.4. Consejo de administración.

El consejo de administración es el órgano de administración más complejo, siendo obligatorio para sociedades cotizadas. En este caso el poder de representación lo ostentará el propio consejo al tratarse de un órgano que actuará colegiadamente.

En cuanto a su composición, el consejo de administración debe estar integrado por un mínimo de tres miembros, no estando limitado el número máximo de consejeros en la sociedad anónima y siendo doce el número máximo de consejeros en la sociedad limitada. Entre los miembros que lo compongan, se deberá nombrar un presidente y un secretario, que podrá tener el carácter de no consejero. Asimismo, se podrán nombrar vicepresidentes y vicesecretarios.

El consejo de administración deberá reunirse como mínimo una vez al trimestre, siendo convocado por su presidente. Los acuerdos que adoptar se deliberarán por separado y se aprobarán de la misma manera por mayoría absoluta de los consejeros en sede de sociedad anónima, siempre que los estatutos no dispongan mayorías reforzadas.

3.2.5. El consejero delegado.

De conformidad con el artículo 249 de la Ley de Sociedades de Capital, el consejo de administración puede atribuir funciones ejecutivas o delegar sus facultades en uno o varios consejeros delegados. La figura del consejero delegado, así como su capacidad para vincular a la sociedad, se desarrolla en el apartado 4 más abajo.

3.2.6. El otorgamiento de poderes por el órgano de administración.

El órgano de administración de la sociedad tendrá competencia para otorgar poderes, tanto especiales como generales a favor de directivos, trabajadores, terceros o en el caso de que el órgano de administración sea un consejo, a sus propios miembros. Los apoderamientos que se rigen por el derecho civil y no por el societario, podrán ser solidarios y mancomunados.

3.3. **Posibilidad de la Junta General de intervenir en asuntos de gestión.**

De conformidad con lo dispuesto en artículo 161 de la Ley de Sociedades de Capital, y siempre que no haya previsión estatutaria que indique lo contrario, la Junta General podrá intervenir en determinados asuntos de gestión de la sociedad, impartiendo instrucciones al órgano de administración o sometiendo a su autorización la adopción por dicho órgano de decisiones o acuerdos sobre determinados asuntos de gestión. Así cabe recalcar, que la norma hace referencia a que la intervención se producirá solo sobre “determinados” asuntos de gestión. Esto tiene su razón de ser en que, si la intervención

de la junta general fuese continúa, se estaría desvirtuando y dejando sin funciones de gestión al órgano de administración de la sociedad.

Dicha intervención por parte de la junta general tendrá eficacia meramente interna, según lo que se desprende del artículo 234.2 de la Ley de Sociedades de Capital, al quedar la sociedad obligada frente a terceros que actúen de buena fe y sin culpa grave.

Asimismo, debemos hacer referencia a que esta intervención se conjuga con la posibilidad que tiene la junta de reservarse determinadas materias vía estatutos de conformidad con el artículo 160 j) de la Ley de Sociedades de Capital.

Por otra parte, debemos señalar que la intervención de la junta general en asuntos de gestión no libera de responsabilidad a los administradores según lo dispuesto en el artículo 236 de la Ley de Sociedades de Capital, como señalamos en el apartado 3.1. anterior.

Finalmente añadir, que la intervención de la junta general en los asuntos de gestión de la sociedad no se realiza exclusivamente a petición de esta. En muchas ocasiones es el propio órgano de administración el que solicita la intervención de la junta general en asuntos de gestión para que le oriente en determinadas cuestiones. Por ejemplo, en supuestos con relación a la estrategia de la sociedad, en los que se quieren realizar inversiones o abrir líneas de negocio en el extranjero.

Como conclusión, se debe tener en cuenta que, aunque la intervención puede tener sentido en sociedades de tipo cerrado o sociedades familiares en las que los socios están al día de los asuntos de gestión llevados a cabo por los administradores, la norma pierde totalmente su sentido si estamos ante sociedades cotizadas o sociedades con un capital social muy disperso, quedando la misma totalmente desvirtuada. En este tipo de sociedades el interés de los accionistas se centra más en rentabilizar su inversión que en intervenir en los asuntos de gestión.

3.4. La figura del consejero delegado y su ámbito de poder de representación.

Como ya hemos expuesto, en virtud del artículo 249 de la Ley de Sociedades de Capital, el consejo de administración puede delegar facultades en uno o varios consejeros delegados o en una comisión ejecutiva. En todo caso, dicha delegación deberá establecer el contenido, límites y modalidades de delegación o apoderamiento. Igualmente, la delegación de facultades podrá ser total o parcial y con carácter temporal o permanente. La delegación permanente de facultades en uno o varios consejeros delegados deberá ser aprobada por el voto favorable de las dos terceras partes de los miembros del consejo.

En cuanto al acuerdo de delegación de facultades y el nombramiento del consejero delegado, el artículo 149.1 del Reglamento del Registro Mercantil, establece que, para la inscripción de dicho acuerdo, deberá constar bien la enumeración particularizada de las facultades que se delegan, bien la expresión de que se delegan todas las facultades legal y estatutariamente delegables.

Así cabe señalar, que son indelegables las facultades establecidas en el artículo 249 bis de la Ley de Sociedades de Capital (como por ejemplo, la determinación de las políticas y estrategias generales de la sociedad; la formulación de las cuentas anuales y su presentación a la junta general; 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; o la convocatoria de la junta general de accionistas y la elaboración del orden del día y la propuesta de acuerdos).

Por otra parte, si opta por nombrar a varios consejeros delegados, será necesario determinar su forma de actuación (mancomunada o solidaria). También, es posible la designación de consejeros delegados “rotatorios”.

Asimismo, será necesario la celebración de un contrato entre la sociedad y el consejero delegado y la aprobación de este por las dos terceras partes de sus miembros, sin participar el consejero en dicha votación. El contrato suscrito con el consejero delegado recogerá los conceptos por los que pueda obtener una retribución por el desempeño de sus facultades ejecutivas, debiendo dicha retribución ser aprobada por la junta general.

Por último, debemos hacer referencia a la posibilidad del consejero delegado de vincular frente a terceros y al ámbito del poder de representación del artículo 234 de la Ley de Sociedades de Capital con respecto a la figura del consejero delegado. Cabe señalar que en virtud del artículo 149.3 del Reglamento del Registro Mercantil establece que el ámbito de representación de los órganos delegados es el que se establece en el actual artículo 234 de la Ley de Sociedades de Capital en relación con los administradores³³. Igualmente, el artículo 233 d) de la Ley de Sociedades de Capital, establece que cuando el consejo de administración nombre uno o varios consejeros delegados el poder de representación puede atribuirse a los mismos, indicando su régimen de actuación.

Así, el consejero delegado podrá vincular a la sociedad según se establece en el artículo 234.1, ya que la limitación de sus facultades representativas no tendrá efectos, aunque se halle inscrita en el Registro Mercantil, siendo ineficaz frente a terceros. En consecuencia y haciendo referencia al apartado segundo del mismo artículo, la sociedad

³³ En el Reglamento del Registro Mercantil se hace referencia al artículo 129 de la ya derogada Ley de Sociedades Anónimas.

quedará obligada frente a terceros que hayan obrado de buena fe y sin culpa grave por las actuaciones que lleve a cabo el consejero delegado³⁴.

4. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES DE LA SECCIÓN C.

Tras el estudio de la operación de Compraventa por parte de Castilla Holding, autorizada por su consejo de administración, sin la aprobación de la Junta General de accionistas, podemos llegar a las siguientes conclusiones:

- (i) El activo que se transmite podrá considerarse como activo esencial. Desconocemos si se cumple la presunción cuantitativa que se establece en la ley. Sin embargo, podemos concluir que al ser el principal objeto social de Castilla Holding la tenencia de valores, la participación del grupo Honmas que se transmite podría considerarse un activo esencial. En consecuencia, el consejo de administración debería haber contado con la autorización de la junta para poder formalizar la compraventa.
- (ii) La falta de adopción de acuerdo tendrá dos consecuencias principales. Por una parte, el mismo podrá ser impugnado al ser contrario a la propia Ley de Sociedades de Capital, al enajenarse un activo esencial sin la autorización de la Junta General de accionista; por otra parte, cabría la posibilidad de plantear una acción de responsabilidad social, al haber actuado el consejo de administración quebrantando la ley.
- (iii) Con respecto a la relación existente entre el órgano de administración y la junta general de cualquier sociedad, la misma se configura como una relación de agencia, en la que la junta general mandata al órgano de la sociedad la representación y gestión de la misma. Esto es uno de los puntos configuradores de las sociedades de capital, ya que los socios no tienen la obligación de participar en la gestión de estas.
- (iv) A pesar de que la junta general no tiene la obligación de participar en los asuntos de gestión de la sociedad, es posible que lo haga en determinadas cuestiones que considere relevantes. Asimismo, el propio órgano de administración podrá solicitar a la junta general su participación en cuestiones de gestión para dilucidar algunos asuntos en cuya decisión considere necesaria la intervención de los socios.

³⁴ Cuestión que se confirma en la Resolución de la Dirección General de Seguridad Jurídica y Fe Pública de 10 de febrero de 2021 (BOE 25 de febrero de 2021): “Es cierto que el artículo 249.1 de la Ley de Sociedades de Capital [...] de la interpretación sistemática de dicha norma resulta que esa determinación del contenido y los límites de la delegación no autoriza para limitar el contenido típico del poder de representación. [...] Mas, el contenido o ámbito del poder de representación está inequívocamente delimitado, de modo imperativo, por el citado artículo 234 de la misma Ley”.

- (v) Por último, cabe hacer referencia a la figura del consejero delegado. Cuando el consejo delegue facultades en un consejero, el mismo podrá vincular a la sociedad, ya que su ámbito de poder de representación será el mismo que el del resto de administradores.

BIBLIOGRAFÍA

Legislación:

- (vi) Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.
- (vii) Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles.
- (viii) Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia.
- (ix) Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal.
- (x) Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil.
- (xi) Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.
- (xii) Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil.

Jurisprudencia y resoluciones:

- (i) Sentencia del Tribunal Supremo 3987/2014, Sala Tercera, de lo Contencioso-Administrativo, Sección 2ª, de 20 de julio de 2014 - ECLI:ES:TS:2014:3987.
- (ii) Sentencia del Tribunal Supremo 530/2019, Sala Segunda, de lo Penal, de 31 de octubre de 2019 – ECLI: ES:TS:2019:3515.
- (iii) Sentencia del Tribunal Supremo 103/2016, Sala Primera, de lo Civil, de 25 de febrero de 2016 – ECLI: ES:TS:2016:659.
- (iv) Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (Gran sala) 13 de diciembre de 2005, C-411/03 - SEVIC Systems.
- (v) Audiencia Nacional, Sala de lo Penal, Sección 4ª, Auto 246/2019 de 30 abril de 2019.
- (vi) Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 4 de noviembre de 2015 (BOE 24 de noviembre de 2015).

- (vii) Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado 15 de octubre de 2014 (BOE 7 de noviembre de 2014).
- (viii) la Resolución de la Dirección General de Registros y del Notariado del 22 de julio de 2016 (BOE 19 de septiembre de 2016).
- (ix) Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 26 de junio de 2015 (BOE 11 de agosto de 2015).
- (x) Resolución de la Dirección General de Seguridad Jurídica y Fe Pública de 10 de febrero de 2021 (BOE 25 de febrero de 2021).

Doctrina:

- (i) Alfaro Águila Real, Jesús. El requisito de la «unidad económica» en la escisión parcial y la segregación. Almacén de derecho. 10 de Octubre de 2019. (Disponible en: <https://almacenederecho.org/el-requisito-de-la-unidad-economica-en-la-escision-parcial-y-la-segregacion>).
- (ii) Alfaro Águila Real, Jesús. Las modificaciones estructurales y la sucesión universal como transmisión de patrimonios. Almacén de derecho. 4 de Octubre de 2019. (Disponible en: <https://almacenederecho.org/las-modificaciones-estructurales-y-la-sucesion-universal-como-transmision-de-patrimonios>).
- (iii) Alfaro Águila Real, Jesús. Y más sobre el art. 160 f) LSC. Almacén de derecho. 2 de junio de 2015. (Disponible en: <https://almacenederecho.org/y-mas-sobre-el-art-160-f-lsc>).
- (iv) Álvarez Royo, Segismundo. La causa en las modificaciones estructurales. Almacén de derecho. 21 de noviembre de 2019. (Disponible en: <https://almacenederecho.org/la-causa-en-las-modificaciones-estructurales>).
- (v) Álvarez Royo-Villanova, Segismundo. La aportación de una unidad económica puede hacerse mediante un aumento de capital. Almacén de derecho. 28 de septiembre de 2016. (Disponible en: <https://almacenederecho.org/la-aportacion-una-unidad-economica-puede-hacerse-mediante-aumento-capital>).
- (vi) García-Villarrubia, Manuel. La infracción del art. 160. f LSC: la falta de acuerdo de la junta en la enajenación de un activo esencial. El Derecho. Revista de Derecho Mercantil, n.º 56. 2017. (Disponible en: <https://www.uria.com/es/publicaciones/5418-la-infraccion-del-art-160-f-lsc-la-falta-de-acuerdo-de-la-junta-en-la-enajena>).

- (vii) Luzón Campos, Enrique. La imputación penal del Banco Santander por actividades del Banco Popular y la necesidad de reformar o replantear la interpretación del art. 130.2 del Código Penal. Diario la ley. 13 de febrero de 2019. (Disponible en: <https://diariolaley.laleynext.es/dll/2019/03/04/la-imputacion-penal-del-banco-santander-por-actividades-del-banco-popular-y-la-necesidad-de-reformar-o-replantear-la-interpretacion-del-art-1302-del-codigo-penal>).

- (viii) Marín de la Bárcena, Fernando. Modificaciones estructurales y aumento o reducción del capital social. Publicaciones GA_P. 25 de abril de 2019. (Disponible en: <https://www.ga-p.com/publicaciones/modificaciones-estructurales-y-aumento-o-reduccion-del-capital-social/>).

- (ix) Marín de la Bárcena, Fernando. Operaciones con activos esenciales: estado de la cuestión. Publicaciones GA_P. Noviembre de 2015. (Disponible en: <https://www.ga-p.com/wp-content/uploads/2018/03/operaciones-con-activos-esenciales-estado-de-la-cuestion.pdf>).

- (x) Paz-Ares, Cándido. El *enforcement* de los pactos parasociales. Artículos Uría Menéndez. 2003. (Disponible en: <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/1052/documento/03Candido.pdf>).

- (xi) Paz-Ares, Cándido. La cuestión de la validez de los pactos parasociales. Artículos Uría Menéndez. (Disponible en: <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/3216/documento/art32.pdf>).

- (xii) Urrecha Espluga, Santiago María. GoodPapers: Las instrucciones de la Junta (art. 161 LSC): ¿cuestión tipológica? Almacén de derecho. 10 de febrero de 2018. (Disponible en: <https://almacendederecho.org/goodpapers-las-instrucciones-la-junta-art-161-lsc-cuestion-tipologica>).

- (xiii) Varios. Martín Vidales Godino, Mónica, Ibáñez Jiménez, Javier (Directores). Cuestiones actuales en torno a la aportación de empresa y la segregación en el derecho español de sociedades. Cátedra Garrigues de modernización del derecho de sociedades. Abril de 2016. (Disponible en: https://www.comillas.edu/documentos/catedras/garrigues/C7_Catedra%20Garrigues_v4.pdf)

- (xiv) Vidal-Pardo del Río, María. Procedimiento simplificado de segregación intragrupo. Artículos Uría Menéndez. 20 de junio de 2013. (Disponible en: <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/3941/documento/art0367.pdf?id=5422>).