



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

**TRABAJO DE FIN DE MÁSTER DE ACCESO A LA
ABOGACÍA**

Especialidad Derecho de la Empresa

Autor: Lorena Gassó Beneito

Tutor: Javier Yañez Evangelista

Madrid / Enero 2022

ÍNDICE

1. ANTECEDENTES	3
2. PRIMER INFORME	4
2.1 HECHOS	4
2.2 VALORACIÓN JURIDICA	4
2.2.1 Cuestiones relevantes sobre la adquisición	5
2.2.1.1 Alternativas.....	5
2.2.1.2 Posibilidad de heredar la responsabilidad penal.....	8
2.2.1.3 Sobre los trabajadores de la familia Castilla.....	9
2.2.1.4 Modificación estructural vs compraventa.....	10
2.2.2 Cuestiones a tener en cuenta respecto a las modificaciones estructurales	12
2.2.2.1 Protección de los acreedores ante modificaciones estructurales	12
2.2.2.2 Diferencia principal entre escisión parcial y segregación	13
2.2.2.3 Órgano competente para la aprobación de una modificación estructural.....	14
2.2.3 Plan de acción para la realización de la operación	15
2.2.4 Puntos principales para incluir y negociar en pactos	18
2.3 CONCLUSIONES	19
3. SEGUNDO INFORME	21
3.1 HECHOS	21
3.2 VALORACIÓN JURÍDICA	21
3.2.1 La exclusión del derecho de suscripción preferente	22
3.2.1.1 Requisitos y documentación necesaria, así como consecuencias de su omisión.....	23
3.2.1.2 Órgano competente para decidir la exclusión del derecho de suscripción preferente	26
3.2.1.3 Posibilidad de llevar a cabo un descuento sobre el precio de cotización	29
3.2.2 La posible obligatoriedad de lanzamiento de una OPA	30
3.2.2.1 La OPA obligatoria por designación	30
3.2.2.2 Conceptos de precio equitativo y squeeze out o compraventa forzosa	32
3.3 CONCLUSIONES	34
4. TERCER INFORME	35
4.1 HECHOS	35
4.2 VALORACIÓN JURÍDICA	36
4.2.1 Órgano competente para adoptar un acuerdo de compraventa de participaciones ...	36
4.2.2 Posibles acciones frente al acuerdo y responsabilidad de los administradores	39
4.2.3 Cuestiones relevantes en relación con los órganos sociales	42
4.2.3.1 Relaciones entre órganos sociales	42
4.2.3.2 La junta y los asuntos de gestión	44
4.2.3.3 Decisiones unilaterales por miembros del consejo	47
4.3 CONCLUSIONES	48
5. ANEXOS	50
5.1 Cuadro comparativo modificaciones estructurales vs compraventa	50
6. BIBLIOGRAFÍA	53

1. ANTECEDENTES

El Grupo Castilla (en adelante el “Grupo”), es un grupo que opera en el sector de la fabricación y venta de calzado. Sus orígenes se encuentran en la figura de Don Aurelio Castilla, quien, en 1952, fundó la sociedad Zapaterías Castilla S.A, dando origen así a lo que se convertiría años más tarde, tras la apertura de diversas ramas de actividad, en el Grupo. La matriz del Grupo es la sociedad holding Castilla Holding S.A, cuyo capital social está controlado por distintos miembros de la familia de Don Aurelio Castilla, el fundador.

Zapaterías Castilla S.A, es, como se ha mencionado, la empresa que dio origen al Grupo, por lo que inicialmente era 100% propiedad de Don Aurelio Castilla. Sin embargo, este hecho cambió, pues en 2018 comenzó a cotizar en bolsa. En la actualidad, su capital social está formado por 25.000.000 acciones cuyo valor nominal es de 0,80 euros. La estructura de capital actual de Zapaterías Castilla S.A es: 40% Castilla Holding S.A, 45% free float y 15% Caixabank.

Forma parte del Grupo la sociedad Calzado Deportivo Castilla S.L.U, dedicada a la producción y comercialización de zapatillas deportivas. Dicha empresa es una filial íntegramente participada por Zapaterías Castilla S.A. Hace una década, esta filial creó una nueva división de negocio con el objeto de vender y fabricar zapatos de golf, división que ha tenido un gran éxito en los últimos años.

Calzado Deportivo Castilla S.L.U obtuvo en 2015 una subvención por la cantidad de 6.000.000 euros, ligada a un plan estatal para fomentar la investigación y el desarrollo. En concreto, el proyecto financiado consistía en el desarrollo de unas zapatillas de running con podómetro incorporado. Para dar vida al proyecto, se contrató como ingeniero a Don Alfredo Castilla, nieto de Don Aurelio Castilla. No dándose resultado alguno de este proyecto, se inició contra Calzado Deportivo Castilla S.L.U un procedimiento sancionador administrativo fundamentado en la no aplicación de los fondos a los fines previstos.

Fue en 2016 cuando a raíz de estos hechos, se inició un procedimiento penal por fraude de subvenciones, no solo contra Calzado Deportivo Castilla S.L.U, sino también contra

algunos accionistas de Castilla Holding S.A. Como consecuencia, el procedimiento sancionador quedó suspendido y ello hasta día de hoy, momento en el cual el proceso penal se encuentra en fase de instrucción, siendo parte investigada los accionistas de Castilla Holding S.A frente a los que se inició el proceso.

En 2020, la matriz Castilla Holding S.A adquirió el 40% de Honmas, S.L, siendo el 60% restante del grupo Diadoras. Esta empresa se dedica a la fabricación y venta de material deportivo.

2. PRIMER INFORME

2.1 HECHOS

Conforme hemos sido informados, un fondo de inversión está interesado en adquirir una participación del 30% de la división de zapatos golf que Vds recientemente crearon. Sus directivos de Zapaterías Castilla S.A mantuvieron a tales efectos diversas reuniones con dicho fondo de inversión, en las cuales les comunicaron que miembros de la familia Castilla tienen contrato laboral con Calzado Deportivo Castilla, S.L.U, aunque solo uno de ellos, Alfredo Castilla, presta servicios en la división en la que desean invertir.

A continuación, teniendo en cuenta las cuestiones que Vds nos han planteado, trataremos de destacarles todos aquellos aspectos que consideramos más relevantes para que la operación pueda materializarse con éxito, así como exponerles cuestiones que deberán tener en cuenta a la hora de tomar ciertas decisiones en relación con ésta.

2.2 VALORACIÓN JURIDICA

Para una correcta exposición de todos los aspectos a tener en cuenta en la consulta planteada, dividiremos el análisis en cuatro puntos principales, donde detallaremos diversos aspectos que Vds deberán tener presente a la hora de formalizar este tipo de operaciones.

2.2.1 Cuestiones relevantes sobre la adquisición

2.2.1.1 Alternativas

Según la información que Vds nos han proporcionado, el fondo de inversión con el que han mantenido conversaciones está interesado en adquirir un 30% de la división dedicada a la fabricación y venta de zapatos de golf, división que pertenece a Calzado Deportivo Castilla S.L.U. Les proponemos a continuación tres formas diferentes de acometer esta operación, que deberemos valorar con el fin de escoger la que mejor se adapte a sus intereses y las de su potencial adquirente:

1. Opción número 1: Como primera opción, os proponemos materializar la operación a través de una compraventa indirecta de empresa, es decir, a través de la compra de participaciones en la sociedad objetivo. Dicha operación creemos que es la que Vds nos están planteando como posible única alternativa, aunque consideramos conveniente comentársela con el fin de recalcarles ciertos aspectos de este tipo de compraventas.

Básicamente se trataría de que el fondo de inversión interesado adquiriera el 30% de las participaciones que desea obtener, para lo cual tendrán que, o bien que ampliar capital excluyendo el derecho de suscripción preferente, o bien vender sus propias participaciones de Calzado Deportivo Castilla S.L.U. Sin embargo, el fondo de inversión no podrá obtener las participaciones únicamente en la división de golf, que es la que principalmente le interesa, sino que adquirirá las participaciones en la sociedad Calzado Deportivo Castilla S.L.U, pues es a ésta a quien pertenece la división de golf.

Además, diversas circunstancias relacionadas con el hecho de que en una compraventa indirecta de empresas no existen cambios de titularidad ni identidad, podrían desincentivar el interés del fondo para llevar a cabo esta inversión. En los próximos apartados de este informe os expondremos estas consecuencias de las que os hablamos con más detalle.

Creemos que esta opción, aunque sería la más sencilla de estructurar, es la que menos se ajustaría a los intereses de ambas partes, pues el fondo no obtendría participaciones solo en la división de golf y Vds perderían poder político en su sociedad.

2. Opción número 2: Como segunda opción, también podría plantearse una compraventa directa de empresa, o lo que es lo mismo, una compraventa de activos y pasivos concretos.

Se trata de una opción que sería muy interesante analizar porque puede resultar más acorde a los intereses tanto del fondo de inversión como de Vds. A través de esta compraventa, el potencial comprador sí que podría adquirir únicamente la división de golf por la que tiene tanto interés. Sin embargo, deberán valorar si desean perder la titularidad de esta división, pues a consecuencia de esta operación, el fondo pasará a ser el nuevo titular y Calzado Deportivo Castilla S.L.U perderá su propiedad.

De la misma manera que en la opción anterior, se darían una serie de consecuencias derivadas de ese cambio de titularidad e identidad en el caso de llevar a cabo esta operación. Estos efectos puede que resulten sobre todo de interés y beneficio al fondo de inversión, pues están asociados al hecho de no heredar por parte del comprador obligaciones pasadas y poder seleccionar los activos concretos a comprar, llevando a cabo lo que se denomina *cherry picking*.

En nuestra opinión, esta opción es la que en mayor medida beneficiaría al fondo de inversión pues, por un lado, sería titular de la división de golf y tendría todo el control sobre ella, dejando Vds de tener derecho alguno al respecto y, por otro, no heredaría obligaciones pasadas, como los contratos que Vds pudieran tener asociados a empleados en la división de golf u obligaciones de pago, pues el comprador decidirá que activos concretos adquirirá y evitará adquirir aquellos con pasivos que no desee poseer.

3. Opción número 3: Como última de las alternativas, les proponemos llevar a cabo una modificación estructural, de manera que la división de golf deje de pertenecer

a Calzado Deportivo Castilla S.L.U y pase a formar parte de otra sociedad diferente que se cree al efecto o que ya exista.

Dentro de esta opción, se pueden plantear dos operaciones diferentes, aunque con resultados muy similares:

- Escisión parcial: La división de golf, al ser una unidad productiva, se trasladaría por sucesión universal a una nueva sociedad creada al efecto o una ya existente. Como contraprestación, los socios de Calzado Deportivo Castilla S.L.U, es decir, Zapaterías Castilla S.A, obtendría participaciones de esta nueva sociedad en la proporción que tenía anteriormente respecto a la parte escindida.
- Segregación: Se trataría de una operación exactamente igual que la de la escisión parcial, pero con la diferencia de que las participaciones pasarían a ser de titularidad de Calzado Deportivo Castilla S.L.U.

En el mismo sentido que el caso anterior, Calzado Deportivo Castilla S.L.U perdería la titularidad de la división de golf, que pasaría a ser propiedad de la nueva sociedad en la que se incorporara. Sin embargo, Vds no perderían poder de decisión sobre esta división, ya que pasarían a poseer participaciones en la sociedad beneficiaria.

En este ultimo caso, también habría diversas consecuencias en atención al cambio de titularidad e identidad. Sin embargo, serán totalmente diferentes al supuesto de compraventa directa. Al haber sucesión universal, se trasladará junto a la división de golf todos los derechos y obligaciones a ella asociada, con las consecuencias positivas y negativas que ello pudiera conllevar.

Por ello, opinamos que, de ser posible, deberían tratar de cerrar con el fondo de inversión este tipo de operación, ya que, de esta manera, Vds no perderían derechos sobre la división de golf, pues os interesa seguir manteniendo control sobre ella debido al éxito que tiene en el mercado, pero, al mismo tiempo, diversificarían riesgos, de manera que todas las contingencias que pudieran

ocasionarse en relación con la división de golf no afectarían a Calzado Deportivo Castilla S.L.U.

2.2.1.2 Posibilidad de heredar la responsabilidad penal

Expuestas las tres alternativas, una de las cuestiones que debemos valorar y comentarles al respecto, es la relacionada con la responsabilidad penal y civil que pudiera existir respecto a Calzado Deportivo Castilla S.L.U. Debemos atender a las distintas modalidades de efectuar la operación antes planteadas para poder responderos a esta cuestión.

En primer lugar, recordarles que, como bien sabrán, desde la reforma de la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal (en adelante CP), en el artículo 31 bis se reconoció la posibilidad de que las personas jurídicas pudieran ser sujetos activos respecto a una serie de delitos concretos. Son múltiples los artículos a lo largo de esta norma donde se realizan precisiones respecto a esos sujetos y, a los efectos que nos ocupan, es de especial relevancia el 130.1 del CP. Dicho artículo establece expresamente que no se extingue la responsabilidad penal por la transformación, fusión, absorción o escisión de una persona jurídica, pues la misma se traslada o extiende, en función del caso, a la entidad que resulte de la modificación estructural que se lleve a cabo. Precisa sin embargo la norma, que el juez puede moderar ese traslado de la pena según la proporción que en la nueva sociedad haya de la que originariamente cometió el delito.¹

Por tanto, lo que dicho artículo viene a significar es que en el caso de que se lleve a cabo una escisión parcial o segregación, la responsabilidad penal que pudiera recaer sobre Calzado Deportivo Castilla S.L.U se podrá trasladar a la sociedad que resulte de la modificación estructural, aunque siempre teniendo el juez la posibilidad de moderar la pena. De igual manera, también podría heredarse la responsabilidad civil si viniera asociada a esa unidad productiva.

¹ Artículo 130.1 de la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal.

En caso de llevar a cabo una compraventa indirecta, como es lógico, la responsabilidad penal, así como la civil, seguirá siendo, en su caso, íntegramente de Calzado Deportivo Castilla S.L.U, no pudiendo el fondo de inversiones quedar excluido, pues será titular de la sociedad y tendrá que asumir esas consecuencias.

La única opción que hace posible evitar que se transmita la responsabilidad penal es la compraventa directa, pues en este caso, no hay fórmula legal que obligue a la transmisión de la responsabilidad penal y/o civil que será en caso de que exista, únicamente de Calzado Deportivo Castilla S.L.U.

2.2.1.3 Sobre los trabajadores de la familia Castilla

Otra de las cuestiones más importantes a tener en cuenta, de igual manera que el tema de la posibilidad de heredar la responsabilidad penal, es la relacionada con los trabajadores de la familia Castilla. En este sentido, nos habéis comunicado que el fondo de inversión preferiría excluir a estos trabajadores de la operación, para lo cual debéis tener en cuenta lo siguiente:

1. En caso de llevar a cabo una compraventa indirecta, al no haber cambio en la identidad de la parte contratante de los contratos laborales, no será posible excluir a estos miembros, de la misma manera que tampoco lo será en caso de llevar a cabo una modificación estructural, ya que, al transmitirse el negocio por sucesión universal, los trabajadores se transmitirían junto con la división de golf al nuevo titular.

La diferencia entre ambas opciones sería que, si hay una modificación estructural, únicamente el comprador tendría que asumir a Don Alfredo Castilla, pues es el único asociado a la unidad productiva que se escindiría, mientras que el resto de los trabajadores, seguirían manteniendo relación contractual con Calzado Deportivo Castilla S.L.U. Sin embargo, en caso de compraventa indirecta, no se podría excluir a ningún trabajador al no haber cambiado la identidad del sujeto empleador.

2. En caso de estructurar la operación a través de una compraventa directa, sí sería posible que el fondo de inversión excluyera a los trabajadores de la familia Castilla del negocio, pues salvo que haya sucesión de empresa, los contratos con los trabajadores no se ceden al vendedor, de manera que no hay subrogación de derechos y obligaciones laborales en su persona.

2.2.1.4 Modificación estructural vs compraventa

No será lo mismo llevar a cabo una modificación estructural como la segregación o la escisión, que una compraventa de activos/pasivos o una compraventa de acciones/participaciones. Cada una de estas opciones, aunque pueden resultar en la práctica similares, conllevará diferentes efectos que Vds deben tener en cuenta, pues habrá que considerarlos en función de los intereses, objetivos y circunstancias que rodeen la operación que desean acometer. Por ello, a continuación, os expondremos los aspectos que, a nuestro juicio, son más importantes y sus consecuencias.

1. En caso de elegir una modificación estructural, será de aplicación la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles (en adelante LME), por lo que el procedimiento estará expresamente regulado con los aspectos que ello conlleva, por ejemplo, respecto al tiempo que se tarde en completar la operación. Por el contrario, ni la compraventa directa ni la indirecta tienen en nuestro derecho una regulación específica, por lo que resulta de aplicación el derecho común, sin que existan plazos y procedimientos marcados, siendo, por tanto, una operación más flexible.
2. En las modificaciones estructurales que a Vds les convendría realizar, esto es, escisión parcial o segregación, la contraprestación que se recibiría por los socios o la sociedad originaria, en función de si es la primera o la segunda, serían acciones o participaciones de la sociedad que adquiriera la titularidad de esa unidad económica transmitida, mientras que, en la compraventa, la contraprestación sería normalmente dinero, que obtendría la sociedad si es directa o los socios si es indirecta.

3. Tanto en la compraventa directa como en la escisión y segregación, se produce un cambio en la titularidad del patrimonio objeto de la operación, mientras que en la compraventa indirecta el titular sigue siendo el mismo, la sociedad, pues solo cambia la estructura de poder de ésta.
4. En el caso de las modificaciones estructurales, necesariamente aquello que se transmite debe constituir una unidad económica, mientras que ello no es obligatorio en una compraventa.
5. Los acreedores de la sociedad afectada tienen derecho a oponerse a una modificación estructural, mientras que, en el caso de una compraventa, los acreedores no tienen derecho de oposición, pero tienen otros mecanismos que pueden llegar a ser incluso más efectivos, como la no cesión de las deudas en el caso de la directa o las cláusulas de cambio de control² en la indirecta.
6. Las modificaciones estructurales deben ser siempre aprobadas por la junta, pero en la compraventa no siempre es la junta la titular de esta competencia, ya que, si no están implicados activos esenciales, puede adoptar el acuerdo el órgano de administración.
7. Por último, y la más importante de las diferencias, en las modificaciones estructurales las unidades económicas objeto de las mismas se transmiten por sucesión universal, es decir, se transmiten los bienes y derechos de esa unidad en las mismas condiciones en las que la sociedad originaria era titular, por lo que se asumen por la nueva sociedad las deudas, contratos, trabajadores etc, es decir, todo lo asociado a esa unidad económica. Sin embargo, en la compraventa directa nada de ello ocurre, pues en principio, únicamente los bienes y derechos que expresamente se han recogido en el contrato son los que se transmiten y, en la indirecta, al no haber cambio en la titularidad, todos esos elementos siguen conforme estaban antes de la operación.

² Se trata de cláusulas que establecen que, si en alguna de las contrapartes se producen cambios orgánicos de mucha entidad, es decir, cambios en el equilibrio de poderes, en la medida en que haya un cambio de control de este tipo en una de las contrapartes, la otra puede resolver el contrato. Por eso se incorporan mucho en relación con las adquisiciones indirectas, en las cuales al no haber cambio de titularidad los contratos siguen vigentes.

A efectos de facilitar el entendimiento de esta cuestión, os adjuntamos en el anexo número 2 un cuadro comparativo de las diferentes opciones: modificación estructural, compraventa directa y compraventa indirecta.

2.2.2 Cuestiones a tener en cuenta respecto a las modificaciones estructurales

2.2.2.1 Protección de los acreedores ante modificaciones estructurales

Ante una modificación estructural, la ley va a otorgar a los acreedores un mecanismo de protección con el fin de proteger sus derechos, dicho mecanismo se denomina derecho de oposición. Por ello, Vds deberán tener en cuenta este posible ejercicio del derecho por parte de los acreedores, que pudiera llegar a impedir o dificultar la modificación estructural.

Este derecho se regula en el artículo 44 de la LME, relativo a las fusiones, pero, aplicable de manera general, para el resto de tipos de modificaciones estructurales. El mecanismo opera de la siguiente manera:

1. La modificación estructural no se puede llevar a cabo hasta pasado un mes desde que se publica el último anuncio del correspondiente acuerdo que aprueba la modificación estructural o, si se comunica por escrito a los sujetos implicados, desde el envío de la comunicación al último de éstos.
2. En el plazo de ese mes, los acreedores con derecho a oposición pueden ejercer este derecho. Para ello, deben ser titulares de créditos nacidos antes de incluir el proyecto de la modificación en la web de la sociedad o de depositarlo en el Registro Mercantil. Si no se dieran ninguno de los dos supuestos anteriores, el derecho de crédito debe haber nacido antes de la publicación del acuerdo de modificación o de la comunicación de éste de manera individual al acreedor. Además, para que se puedan oponer, su crédito no debe encontrarse lo suficientemente garantizado y debe tratarse de un crédito no vencido en el momento en que nace el derecho. Pueden oponerse solo hasta que se les garantice su crédito.

3. Si hay acreedores con este derecho, no se puede llevar a cabo la modificación hasta que:
 - Se preste por la sociedad garantía que satisfaga al acreedor o,
 - En todo caso se considera que existe garantía satisfactoria, y se puede acometer la modificación, si se presta fianza solidaria en favor de la sociedad por una entidad de crédito debidamente habilitada para prestarla, por la cuantía del crédito de que sea titular el acreedor y hasta que no prescriba la acción para exigir su cumplimiento.
4. El acreedor que vea vulnerado su derecho, por actuar la sociedad en contra de su ejercicio no respetando las disposiciones que os acabamos de comentar, puede inscribir su oposición en el Registro Mercantil.³

Como bien pueden observar, este mecanismo de oposición tiene como finalidad proteger los derechos de crédito de los acreedores, garantizando de alguna manera que vayan a cobrar su crédito y permitiéndoles reaccionar como contrapartida a su imposibilidad de hacerlo respecto de las decisiones de acometer una modificación estructural. Por ello, la ley les permite llamar la atención ante la posibilidad de ver mermados sus derechos, exigiendo que se les garantice su crédito, dándoles un plazo para ello.

Sin embargo, en ningún caso el derecho a oponerse supone el derecho a vetar la modificación estructural, pues esta surtirá efectos de cumplirse sus requisitos propios, a pesar de la existencia de desacuerdo respecto a la garantía o inobservancia de una oposición o plazo para ello. Estará entonces el acreedor legitimado para reclamar judicialmente su crédito.

2.2.2.2 Diferencia principal entre escisión parcial y segregación

Es importante que, en el contexto de las operaciones de modificaciones estructurales que tratamos de explicarles en este informe, conozcan dos figuras que, pese a que se asemejan

³ Artículo 44 de la ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.

en gran medida, se diferencian en un aspecto principal que tiene especial relevancia práctica. Estas dos figuras, o modalidades de modificaciones estructural de sociedades son, la escisión parcial y la segregación.

Ambas son modificaciones estructurales que consisten en un acuerdo social por el cual se transmite en bloque y por sucesión universal una o varias partes del patrimonio de una sociedad a una o varias sociedades que se crean ad hoc o que ya existen. Para ello, la sociedad que traslada su activo lleva a cabo una reducción de capital, mientras que la beneficiaria amplía su capital en caso de existir previamente o, lo constituye en caso de ser de nueva creación, emitiendo acciones o participaciones nuevas que otorga como contraprestación. Importante es recordarles que las partes que se transmiten deben constituir siempre una unidad económica.⁴

La diferencia entre ambas se encuentra, sin embargo, en quien recibe las participaciones de la sociedad o sociedades beneficiarias de la modificación. En el caso de la escisión parcial serán los socios de la sociedad escindida quienes reciban participaciones, acciones u otras cuotas sociales en un número proporcional al que tenían en la sociedad escindida, mientras que en el caso de la segregación quien recibe esas participaciones de la sociedad beneficiaria es la sociedad segregada.⁵

2.2.2.3 Órgano competente para la aprobación de una modificación estructural

El órgano que será competente para aprobar una posible modificación estructural en el seno de una sociedad viene establecido en el propio Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante LSC) de manera imperativa. Será por ello la junta general de socios el único órgano que pueda acordar llevar a cabo una modificación estructural, esto es, una transformación, fusión, escisión, así como cesión global de activo y pasivo o traslado de domicilio social al extranjero.⁶ Por tanto, Vds deben tener en cuenta que es este órgano y

⁴ Artículo 70 de la ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.

⁵ Artículo 71 de la ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.

⁶ Artículo 160 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.

no otro el competente, para evitar posibles consecuencias en caso de adopción de la decisión por un órgano incorrecto.

2.2.3 Plan de acción para la realización de la operación

Llegados a este punto, vamos a realizarles, de manera sucinta, un plan de acción con las principales operaciones que será necesario llevar a cabo para estructurar una escisión parcial, pues creemos que ésta será la mejor opción de entre todas las consideradas. Se trata simplemente de los pasos a seguir para una fusión, pero con una serie de precisiones que la LME realiza para las escisiones.

1. Elaboración de un proyecto común de escisión por los administradores. Este proyecto debe tener un contenido mínimo que encontrarán enumerado en el artículo 31 de la LME, debiéndose consultar de igual manera el 74 de la misma ley, pues realiza una serie de precisiones.
2. Dar publicidad al proyecto a través de su publicación en la web, pudiendo depositarlo voluntariamente en el Registro Mercantil que corresponda y, obligatoriamente si no existe página web. La inserción del proyecto en la web se publica de forma gratuita en el Boletín Oficial del Registro Mercantil. Hasta que no se lleve a cabo esta actuación, no podrán Vds publicar el anuncio de convocatoria de junta para tratar esta cuestión ni comunicar de manera individual la misma a los socios. Este paso debe llevarse a cabo al menos un mes antes de la fecha en la que pretendan celebrar la junta que decida sobre la escisión.
3. Obtención de dos informes sobre el proyecto de escisión: por un lado, el informe de los administradores y, por otro, el informe de experto independiente, aunque en este caso, al no ser la sociedad objeto de escisión S.A o comanditaria por acciones, no es obligatorio. Se recogen algunas precisiones en los artículos 77 y 78 de la LME.
4. Preparación del balance de escisión (con el cumplimiento de las normas descritas en el artículo 36 de la LME) que deberá ser aprobado por la junta y auditado.

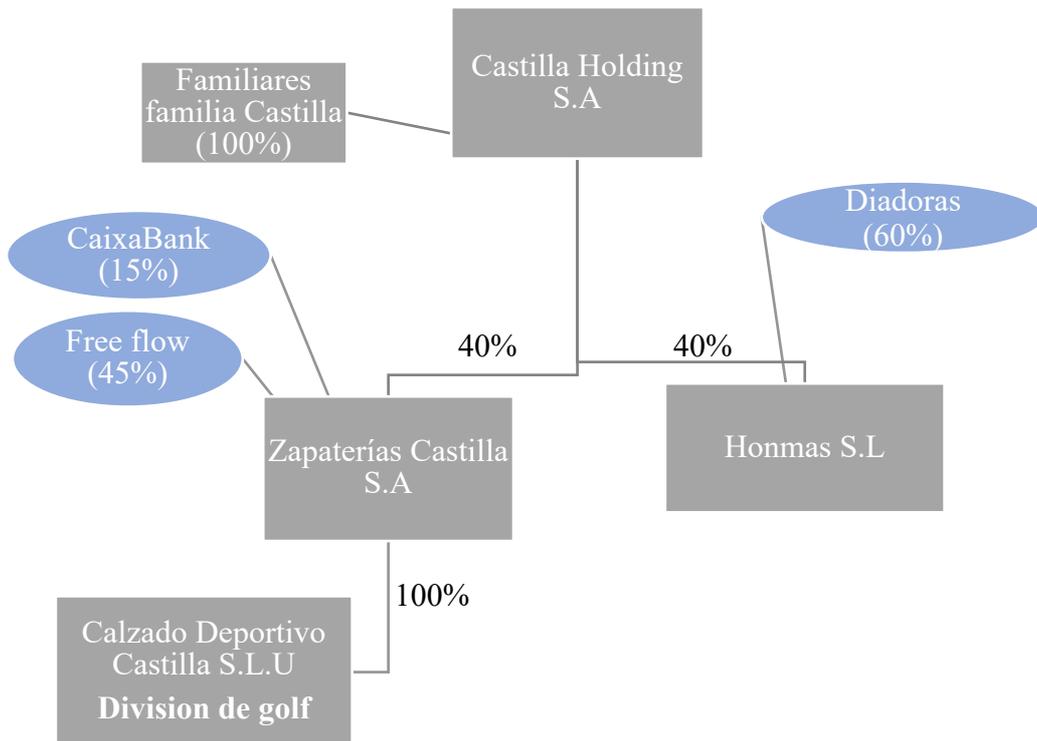
5. Convocatoria de la junta, al menos un mes antes de la fecha en la que se pretenda celebrar, con el contenido que indica el artículo 40 de la LME. Antes de ello, los socios, obligacionistas, titulares de derechos especiales y los representantes de los trabajadores tienen que haber podido acceder a la información relativa a la escisión que viene expresamente enumerada en el artículo 39 de la LME (web, poner a disposición en el domicilio social, envío).
6. Adopción del acuerdo de escisión por la junta por mayoría reforzada.
7. Publicación del acuerdo en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en un diario de gran circulación en la provincia donde su sociedad tenga el domicilio con el contenido que menciona el artículo 43 de la LME.
8. Plazo de un mes desde la publicación del acuerdo de escisión para que los acreedores ejerzan su derecho de oposición.
9. Elevación a público de la escisión e inscripción en el Registro Mercantil.⁷
10. Negociación de la compraventa del 30% de las participaciones sociales de la sociedad creada como resultado de la escisión parcial con el fondo de inversión.

En este supuesto concreto, asumimos que la unidad económica que se ha escindido formará una nueva sociedad creada al efecto y que las participaciones de esta nueva sociedad van a ir íntegramente a Zapaterías Castilla S.A, por lo que será de aplicación el artículo 78 bis de la LME que simplifica los requisitos anteriores. Por ello, no será preciso realizar ni el informe de los administradores, ni el informe de experto independiente ni el balance de escisión.

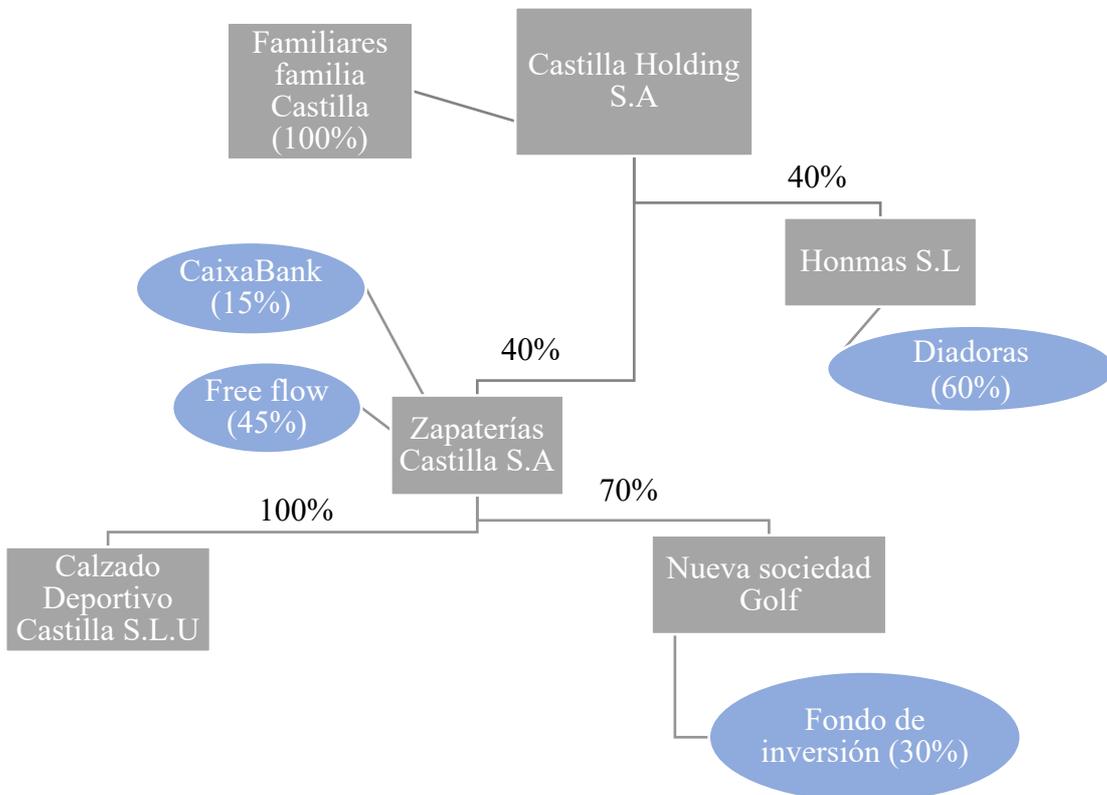
Finalmente, creemos conveniente, con el fin de que se hagan una idea de lo que supondrá la escisión en la práctica, representarles gráficamente como es actualmente la estructura del Grupo y como quedará después de que la operación se haya llevado a cabo.

⁷ Artículos 30 y ss de la ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. Con las especialidades de los artículos 73 a 80.

Estructura actual del Grupo



Estructura del Grupo después de la escisión



2.2.4 Puntos principales para incluir y negociar en pactos

A continuación, creemos conveniente informarles de una serie de intereses que tendrá el fondo de inversión una vez adquiera el 30% de participación en la división de golf. Una vez llevada a cabo esta operación, Vds deben tener en cuenta que el fondo de inversión se convertirá en socio minoritario de la sociedad que se cree tras la escisión parcial, por lo que tendrá la intención de llegar con Vds, como socios mayoritarios de la sociedad, a una serie de pactos que protejan sus intereses más allá de la escasa protección que la ley ya otorga a este tipo de socios. Por ello, queremos preavisarles para que, cuando negocien este tipo de pactos, puedan prever sus propuestas y, actuar rápidamente gracias a una preparación previa.

Consideramos que es buena idea, para ilustrarles de la mejor manera posible, exponerles los pactos que probablemente quiera perfeccionar el fondo, como si estuviéramos asesorándole a él.

1. Reconocimiento de prioridad del pacto: Consiste en la inclusión de una cláusula en la que todas las partes implicadas reconozcan que el pacto acordado debe primar sobre otros elementos obligacionales.
2. Composición del consejo de administración: Consiste en el reconocimiento de un derecho a favor del fondo de inversión de nombrar un número determinado de consejeros, así como otras propuestas relativas a la composición de este órgano, como aquellas relacionadas con los ceses.
3. Derecho de acompañamiento o Tag Along: Consiste en el reconocimiento de un derecho a favor del fondo de inversión de manera que si Zapaterías Castilla S.A recibe una oferta de un tercero para comprar sus participaciones, éste vaya a poder unirse a esa venta en esas mismas condiciones. Así, como minoritario, queda protegido de los posibles cambios de control en la sociedad pudiendo desvincularse de la misma. Como contraposición, en beneficio de Zapaterías Castilla S.A, podría tratar de negociar el reconocimiento del derecho opuesto, el de arrastre o Drag Along, que le permitiría obligar al fondo de inversión a vender

sus participaciones cuando se reciba una oferta de compra por todas las de la sociedad.

4. Pull Options: Consiste en el reconocimiento a favor del fondo de inversión del derecho a vender sus participaciones y que Zapaterías Castilla S.A tenga la obligación de comprarlas. Deberá establecerse un precio y periodo de tiempo determinado, así como las condiciones. Se podría contrarrestar reconociendo a Zapaterías Castilla S.A el derecho opuesto, Call options, de manera que pudiera exigir la compra de las participaciones del fondo de inversión en un plazo, precio y condiciones concretas.
5. Right of first offer: Consiste en el reconocimiento a favor del fondo de inversión del derecho a que, cuando Zapaterías Castilla S.A quiera vender sus participaciones, primero se lo tenga que comunicar a él y darle la oportunidad de la lanzar una primera oferta, fijando así los términos y condiciones mínimos y, pudiendo venderlas a un tercero solo si las mejora.
6. Right of first refusal: Consiste en el reconocimiento a favor del fondo de inversión del derecho a que, cuando Zapaterías Castilla S.A quiera vender sus participaciones, una vez tenga una oferta firme, se lo comunique al fondo de inversión y éste tenga la oportunidad de comprar las participaciones bajo los mismos términos y condiciones.
7. Información periódica: Consiste en el reconocimiento a favor del fondo de inversión del derecho a solicitar cierta información sobre la sociedad y en el momento y circunstancias que expresamente se acuerde.
8. Acceso y auditoria: Consiste en el reconocimiento a favor del fondo de inversión de realizar inspecciones o auditorías cuando se den ciertas condiciones.

2.3 CONCLUSIONES

De manera resumida, las cuestiones que principalmente habrán de tener en cuenta a la hora de llevar a cabo la operación propuesta son:

Os proponemos tres alternativas para estructurar la operación que se plantean llevar a cabo con el fondo de inversión:

1. Compraventa indirecta
2. Compraventa directa
3. Modificación estructural (escisión parcial o segregación)

A nuestro juicio, la compraventa directa es la mejor opción para el fondo de inversión, pero para Vds lo es la modificación estructural, por lo que deberán tratar de negociar este punto.

Respecto a la posibilidad de no heredar la responsabilidad penal y de excluir a los trabajadores de la Familia Castilla, solo podrá darse esta opción en caso de llevar a cabo una compraventa directa de activos.

Acometer una modificación estructural o una compraventa supondrá múltiples implicaciones que Vds deben tener en cuenta en función de las circunstancias e intereses, siendo la más importante el hecho de que en las modificaciones estructurales se deben transmitir unidades económicas y por sucesión universal.

Si se decidiera realizar una modificación estructural, los acreedores tendrán derecho de oposición y será la junta el órgano que deba adoptar el acuerdo. Será conveniente llevar a cabo una escisión parcial, recibiendo las acciones de la nueva sociedad los socios, o una segregación, recibéndola Calzado Deportivo Castilla S.L.U.

Para llevar a cabo una escisión parcial, deberán cumplir una serie de pasos que han sido listados en este informe. De manera sucinta son: proyecto de escisión y publicación, informe de administradores, balance de escisión, convocatoria de junta, adopción del acuerdo, publicación del acuerdo, elevación a público e inscripción. Posteriormente Vds podrán negociar la compraventa del 30% de las participaciones sociales de la sociedad que se haya creado por la escisión con el fondo de inversión.

Deberán tener presente que, al convertirse el fondo de inversión en socio minoritario, tendrá intención de negociar una serie de pactos con Vds para proteger sus intereses.

3. SEGUNDO INFORME

3.1 HECHOS

Se nos ha comunicado que Zapaterías Castilla S.A ha captado el interés de la sociedad Punma Corp, sociedad estadounidense que cotiza en la bolsa de Nueva York. Dicha sociedad ha lanzado una oferta sobre Zapaterías Castilla S.A consistente en adquirir al menos un 25% de la misma. Dicha adquisición se estructuraría a través de un aumento de capital de Zapaterías Castilla S.A.

Así mismo, hemos sido advertidos por Vds de que la oferta recibida del grupo estadounidense es de vital importancia para el Grupo, pues en estos momentos, necesita financiación para llevar a cabo una necesaria renovación de sus fábricas y modernización mediante la adquisición de nuevas tecnologías.

Debido al interés en que la operación se materialice, especialmente de Castilla Holding S.A Vds nos han planteado una serie de cuestiones sobre la adquisición centradas sobre todo en la posibilidad de llevar a cabo una exclusión del derecho de suscripción preferente en la ampliación de capital.

A continuación, teniendo en cuenta las cuestiones e inquietudes que Vds nos han transmitido, trataremos de clarificar aquellos aspectos más importantes para que la ampliación de capital pueda materializarse de la mejor manera posible. Por ello, explicaremos la exclusión del derecho de suscripción preferente, así como otras cuestiones que, a nuestro juicio, consideramos relevantes.

3.2 VALORACIÓN JURÍDICA

A continuación, os detallaremos las cuestiones que, a nuestro juicio, deben ser tenidas en cuenta para estructurar de manera correcta una operación como la que nos ha sido planteada. Para ello, dividiremos el análisis en dos cuestiones principales, detallando los aspectos más importantes de las mismas. Nos centraremos en: los aspectos a tener en cuenta para la exclusión de derecho de suscripción preferente y, las cuestiones relativas a

una posible OPA obligatoria tras la ampliación de capital y adquisición por Punma Corp del 25% de la sociedad objeto de ampliación.

3.2.1 La exclusión del derecho de suscripción preferente

Debemos tener en cuenta que, cuando se lleva a cabo una ampliación de capital de una sociedad, se puede producir un perjuicio en los intereses de los accionistas. Este perjuicio se materializa a través de lo que se denomina dilución, la cual puede ser de dos tipos, política o económica.

La primera hace referencia a los porcentajes de voto de los accionistas en la sociedad, es decir, la posible pérdida del peso o poder de decisión en ella. De manera que, cuando se produce un aumento, es posible que un accionista que antes del mismo tenía un poder de decisión elevado, tras la ampliación, se vea con un poder de decisión menor, debido a, por ejemplo, que se haya excluido el derecho de suscripción y no haya podido acudir al aumento. Este tipo de dilución no se puede compensar, por lo que no nos centraremos en ella en este análisis.

El segundo tipo de dilución, la económica, hace referencia a la pérdida del peso económico en la sociedad, es decir, supone que, de producirse, los socios que la sufran perderán poder adquisitivo dentro de la sociedad. Este tipo de dilución si se puede compensar y, por ello, existen en la ley normas que tratan de proteger a los accionistas frente a ella, así como mecanismos diversos que tratan de evitar que se produzca.

Uno de estos mecanismos es precisamente el derecho de suscripción preferente, que, básicamente, sirve para tratar de evitar esta dilución, dando la oportunidad de adquisición de las nuevas acciones en primer lugar a los accionistas que ya lo eran en el momento de realizar el aumento. De esta manera, cuando se va a llevar a cabo un aumento de capital, los socios existentes tienen derecho a adquirir, antes de que se de esta oportunidad al resto de interesados, una parte del nuevo capital que sea proporcional a la parte que ya poseen en la sociedad. Los accionistas podrán hacer uso de estos derechos adquiriendo las nuevas acciones y evitando así la dilución económica. Sin embargo, también podrán venderlos y compensar la posible dilución. Así mismo, también pueden los socios no ejercer este derecho, existiendo una serie de normas que regulan el proceso a seguir en este último

caso y, en las que no nos centraremos, pues son cuestiones que van más allá del análisis de la cuestión planteada por Vds.

Como hemos puesto de manifiesto, el derecho de suscripción preferente juega un papel muy importante cuando se lleva a cabo una ampliación de capital, pues protege los intereses de los socios de una sociedad ante posibles perjuicios y abusos por parte de la misma. Por ello, la exclusión de este derecho viene regulada en la LSC. Esta ley dedica una serie de artículos a detallar cuales son los requisitos necesarios para excluir el derecho de suscripción, así como el órgano competente para acordarlo. Es importante además destacar que, la sociedad Zapaterías Castilla S.A es una sociedad cotizada, por lo que habrá que tener en cuenta esta cuestión, ya que la LSC realiza algunas precisiones respecto a este tipo de sociedades, modificando ciertos aspectos del régimen general aplicable.

3.2.1.1 Requisitos y documentación necesaria, así como consecuencias de su omisión

Con carácter general, todos aquellos requisitos y documentación necesaria para llevar a cabo una exclusión de este derecho, se encuentran recogidos en el artículo 308 de la LSC. Lo que nos viene a indicar el legislador es que, en primer lugar, el derecho de suscripción preferente puede ser excluido cuando se lleva a cabo una ampliación de capital, pero no puede llevarse a cabo una acción como esta si no viene justificada por el interés de la sociedad. Es decir, el primer paso para poder excluir el derecho de suscripción es que se pueda justificar esta decisión en que el interés de la sociedad así lo exige. Vds nos han indicado que se encuentran en un momento de renovación y modernización de sus fábricas, lo cual, si se justifica de la manera adecuada, podría servir de base para el aumento con exclusión del derecho, ante la necesidad de inversiones para acometer estas mejoras necesarias en Zapaterías Castilla S.A.

Una vez detectado, valorado y justificado este interés de la sociedad que es base y fundamento para la exclusión, es necesario conocer los documentos y trámites que deben recabarse y practicarse para que la exclusión pueda materializarse acorde a la legalidad. En concreto:

1. Será necesario que los administradores de Zapaterías Castilla S.A elaboren un informe en el que se especifique la justificación de porqué es necesario excluir el

derecho de suscripción en atención al interés de la sociedad. En él, deberán indicar el valor de las acciones, así como explicar de manera minuciosa todos los aspectos de la ampliación, detallándose la propuesta, la contraprestación que se deberá satisfacer por las nuevas acciones y las personas a quienes se les va a atribuir.

2. En el caso concreto, al tratarse Zapaterías Castilla S.A de una sociedad anónima, será necesario, además, que un experto independiente, que sea distinto del auditor de cuentas propio de la sociedad, lleve a cabo un informe sobre el valor razonable de las acciones, el valor teórico del derecho de suscripción preferente que se va a excluir y, la corrección del informe elaborado por los administradores.

Este auditor correrá con la responsabilidad de elaboración del citado informe y será nombrado por el Registro Mercantil. El Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC) ha dictado una resolución en la que se detalla como llevar a cabo este informe, por lo que, con carácter general, los auditores seguirán este modelo.

3. La emisión de las nuevas acciones debe realizarse a valor razonable. Esto significa que necesariamente, salvo excepciones relativas a las sociedades cotizadas que detallaremos a continuación, el valor nominal de las nuevas acciones (incluyendo la prima si la hubiera) debe ser igual al valor real que el experto independiente haya atribuido a las mismas en su informe.

Aunque será detallado más adelante, la norma general es que el órgano encargado de tomar esta decisión será la junta de accionistas. En la junta que se celebre para tratar este tema, será necesario que estén disponibles los dos informes que hemos citado, el de los administradores y el del experto independiente. En esta junta, deberán especificarse, además, la propuesta, el tipo de emisión de las nuevas acciones y el derecho que tienen los socios a examinar en el domicilio social los citados informes, así como a pedir que se los envíen gratuitamente.⁸

⁸ Artículo 308 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.

Como hemos detallado, estos aspectos rigen con carácter general, pero al producirse el aumento en una sociedad cotizada, hay diversas especialidades a tener en cuenta y que os detallamos a continuación:

1. Respecto al informe de experto independiente, en el caso de las sociedades cotizadas, con carácter general será, como ocurre para el resto de las sociedades anónimas, de obligatoria elaboración. Sin embargo, si el aumento que se decida practicar fuera por un importe inferior al 20% del capital social, no será requisito necesario, pudiendo la sociedad emitir este informe voluntariamente. Por tanto, si se decidiera ampliar por importe inferior al 20% del capital social, no será obligatorio recabar este informe.
2. Respecto al valor de las nuevas acciones, con carácter general se deberán emitir a valor razonable, pero, para las sociedades cotizadas, se presume que este valor es el de mercado. Dicho valor de mercado se establece por referencia a la cotización bursátil siempre que no sea inferior en más de un diez por ciento al precio de dicha cotización. Este hecho será siempre así en el caso de ampliaciones inferiores al 20% del capital social y, en el caso de aquellas que sean superiores, con carácter general también será de esta manera salvo que los administradores justifiquen algo diferente, debiendo aportar para ello el informe de experto independiente.
3. Será posible emitir las nuevas acciones por debajo del valor razonable. Para ello, será necesario, por un lado, que los administradores en su informe justifiquen que el interés social, además de justificar el aumento excluyendo el derecho, exige que el valor de emisión de las nuevas acciones sea el que se propone y que es inferior al valor razonable. Por otro lado, un experto independiente deberá elaborar otro informe en el que detalle cual será la dilución económica que se espera y la razonabilidad de la información contenida en el informe de los administradores.⁹

Una vez enumerados los requisitos y trámites exigidos por la LSC para que la exclusión del derecho de suscripción preferente en un aumento de capital quede válidamente

⁹ Artículo 504 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.

constituido, es importante que destaquemos cuales pueden ser las consecuencias de omitir cualquiera de ellos.

Como bien hemos expuesto anteriormente, la LSC en su artículo 308.2 regula los requisitos para que se pueda llevar a cabo una exclusión del derecho de suscripción preferente y es, al inicio de este artículo, donde la ley dice expresamente “*Para que sea válido el acuerdo de exclusión del derecho de preferencia será necesario. (---)*”.¹⁰ De ello deriva que, la principal consecuencia de omitir alguno de los requisitos exigidos es que no se habrá constituido adecuadamente el acuerdo. Por tanto, en caso de omisión de alguno de los presupuestos exigidos de manera imperativa por la LSC, la decisión adoptada no será conforme a derecho, lo cual trae importantes consecuencias en relación con la posibilidad de impugnación de la misma.

En el supuesto de que la exclusión del derecho de suscripción preferente no sea conforme a derecho por omisión de cualquiera de los requisitos obligatorios, los socios legitimados dentro del plazo que otorga la ley podrán impugnar el acuerdo por ser contrario a la ley o, en su caso, al interés de la sociedad.¹¹ Podrán los socios incluso, si se alcanza el porcentaje exigido (1% del capital social en caso de sociedades cotizadas), solicitar la suspensión cautelar del acuerdo.

En última instancia, de apreciarse en el procedimiento de impugnación que existe causa para ello, la operación de compraventa conforme se pretendía estructurar no se materializará, al haberse formulado la ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente contraria a derecho.

3.2.1.2 Órgano competente para decidir la exclusión del derecho de suscripción preferente

En cuanto al órgano competente para acordar la exclusión, también existen especialidades en materia de sociedades cotizadas que modifican en cierta manera el régimen que en

¹⁰ Artículo 308.2 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.

¹¹ Artículo 204.1 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.

general se aplica a las sociedades anónimas. Siguiendo la dinámica del apartado anterior, en primer lugar, os expondremos las consideraciones generales y, posteriormente las especialidades.

De manera ordinaria, el órgano que tiene la competencia para acordar un aumento de capital es la junta general,¹² de la misma manera que también la tiene para acordar la exclusión del derecho de suscripción preferente.¹³ Sin embargo, en el caso de las sociedades anónimas cotizadas, como es el caso que Vds nos plantean, existe una segunda opción.

Para las sociedades anónimas, la LSC permite que sea el órgano de administración de la sociedad el que decida y apruebe el aumento si se cumplen ciertos requisitos y la junta les delega esta facultad. Esta posibilidad es lo que se denomina ampliación de capital por capital autorizado. De esta manera, el órgano de administración puede, sin consultar previamente a la junta, aprobar una o varias veces un aumento de capital, pero siempre hasta una cifra predeterminada. Importante es tener en cuenta que el aumento, para que pueda practicarse por capital autorizado, no puede ser superior a la mitad del capital de la sociedad en el momento en que se autoriza por el órgano de administración y debe hacerse mediante aportaciones dinerarias en un plazo de 5 años desde que la junta acordó la delegación. En este supuesto, por tanto, es el órgano de administración es el que decide todos los aspectos relacionados con el aumento. Sin embargo, como norma general, el órgano de administración, a pesar de estar autorizado para acordar la ampliación, no lo estará para acordar la exclusión del derecho de suscripción preferente.¹⁴

Es aquí donde la LSC marca otra diferencia en el ámbito de las sociedades cotizadas. En este tipo de sociedades si se permite que, cumpliendo ciertos presupuestos, el órgano de administración que sea competente para acordar una ampliación por capital autorizado al

¹² Artículo 296 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.

¹³ Artículo 160e) 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.

¹⁴ Artículo 297.1b) 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.

haber sido delegado por la junta, acuerde la exclusión del derecho de suscripción preferente.¹⁵

Para que el órgano de administración pueda excluir en este supuesto el derecho de suscripción preferente, es necesario que se den unos presupuestos concretos, pues de lo contrario, este órgano no podrá adquirir la facultad de decisión de la exclusión. En concreto, los requisitos que Vds deberán valorar y tener en cuenta son:

1. La junta, al tiempo de delegar la facultad de ampliación, debe delegar la facultad de exclusión del derecho. Importante es tener en cuenta que, como resulta lógico, deberán cumplirse los requisitos antes expuestos para delegar en el órgano de administración la posibilidad de ampliar por capital autorizado.
2. La delegación para excluir el derecho en el órgano de administración debe venir justificado por el interés de la sociedad.
3. En el anuncio de convocatoria de junta para decidir sobre la delegación de la decisión de ampliar el capital, debe especificarse que también se va a delegar la facultad de exclusión del derecho de suscripción preferente, de la misma manera que deberá constar en el acuerdo de capital autorizado. Se debe poner a disposición de los accionistas un informe elaborado por los administradores en el que se justifique porque conviene delegar.
4. Solo podrá el órgano de administración realizar la exclusión respecto a las ampliaciones de capital objeto de la delegación.
5. El aumento acordado deberá ser de un importe inferior al 20% del capital de la sociedad en el momento de la decisión.
6. Se deberá elaborar, como ocurre cuando el aumento con exclusión del derecho es acordado por la junta, el informe por parte de los administradores. En este caso, como os explicábamos en el apartado anterior, al tratarse necesariamente de un

¹⁵ Artículo 506 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.

aumento inferior al 20% del capital social, el informe de experto independiente será voluntario.

7. El valor de emisión deberá corresponderse con el valor razonable.
8. En la primera junta que se convoque tras este acuerdo, se deberá informar a los accionistas y poner a disposición de éstos el informe de los administradores.

3.2.1.3 Posibilidad de llevar a cabo un descuento sobre el precio de cotización

Se ha planteado por Vds que Punma Corp podría plantear, como condicionante necesario para acometer la inversión, un descuento sobre el precio de cotización de la acción de Zapaterías Castilla S.A. La cuestión ha resolver en este punto es sí, emitir por debajo del valor razonable que, como hemos expuesto anteriormente, la ley exige para excluir adecuadamente el derecho de suscripción, es posible.

Como ya adelantábamos al referirnos a las especialidades en materia de sociedades cotizadas respecto a los requisitos para la exclusión del derecho de suscripción preferente, la cuestión que Vds nos han planteado es posible de llevar a cabo, es decir, se podrá emitir acciones por debajo del valor razonable y al mismo tiempo excluir el derecho de suscripción preferente, resultando la operación totalmente acorde a derecho.

Esta posibilidad solo va a ser posible en el caso, como es el presente, de sociedades cotizadas y se deberán de cumplir unos trámites y requisitos previos.

1. Los administradores, en el informe que realicen a propósito de la exclusión del derecho, deberán justificar que, de cara a satisfacer el interés social, es necesario emitir por debajo del valor razonable exigido por la LSC. En el supuesto planteado por Vds, podrían justificar este hecho en la necesidad inmediata de inversión para acometer las mejoras en sus fábricas de Zapaterías Castilla S.A, de manera que esa necesidad de disponer financiación en el muy corto periodo de tiempo justifique emitir por debajo de valor razonable, para que la oferta del comprador pueda materializarse.

2. Un experto independiente deberá elaborar un informe donde detalle todo lo relativo a la posible dilución económica que se producirá y valore la razonabilidad de la información contenida en el informe de los administradores, de manera que exprese si, a su modo de entender, queda plenamente justificado lo dicho por los administradores en su informe.¹⁶

3.2.2 La posible obligatoriedad de lanzamiento de una OPA

Vds nos han planteado que, llegado el caso en el que Puma Corp adquiriera el 25% de Zapaterías Castilla S.A, si el hecho de que pudieran nombrar a más de la mitad de los miembros de su órgano de administración traería consigo alguna consecuencia. Ello nos lleva obligatoriamente a tratar lo que se denomina Oferta Pública de Adquisición de Valores u OPA. Este tipo de operaciones son, básicamente, un procedimiento por el cual una persona, ya sea física o jurídica, plantea la adquisición de las acciones de una sociedad cotizada mediante el lanzamiento de una oferta que debe cumplir una serie de requisitos.

Se pueden dar dos tipos de OPAs, las voluntarias y las obligatorias. Concretamente, en este apartado del análisis, pasaremos a explicarles las cuestiones relevantes al caso en relación con las OPAs obligatorias, pues son aquellas que están relacionadas con la cuestión que Vds nos han propuesto.

3.2.2.1 La OPA obligatoria por designación

En la ley española se regulan una serie de supuestos en los cuales, si se dan, es obligatorio el lanzamiento de una OPA, encontrándose entre ellos, lo que se denomina OPA obligatoria por designación.

Con carácter general, existirá obligación de lanzar una OPA cuando una persona física o jurídica adquiriera el control de una sociedad. Este control se va a dar cuando la persona reúna, ya sea de manera directa o indirecta, al menos el 30% del porcentaje de derechos de voto de una sociedad. Vds nos han transmitido que Punma Corp únicamente va a

¹⁶ Artículo 504.4 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.

adquirir el 25% de Zapaterías Castilla S.A, por lo que este tipo de OPA no se llegaría a dar si tiene lugar esta adquisición por parte de la sociedad americana.

Sin embargo, existen otros múltiples supuestos en los que la formulación de una OPA, a pesar de no haber alcanzado el 30% de los derechos de voto, va a resultar obligatorio. Y es, precisamente uno de estos supuestos, el que se dará en el caso de que Punma Corp consiga designar a más de la mitad de los miembros del órgano de administración de Zapaterías Castilla S.A.

En estos casos, nos encontramos ante una OPA obligatoria por designación, de manera que cuando una persona física o jurídica nombra a la mayor parte de los miembros del órgano de administración, dentro de los 24 meses siguientes a la fecha de adquisición del porcentaje inferior al 30%, se entiende que alcanza el punto de control que obliga al lanzamiento de una OPA.¹⁷

El hecho de que se trate de una OPA obligatoria lleva aparejado importantes consecuencias, de las cuales creemos que es importante que destaquemos las siguientes:

1. La OPA se debe lanzar por la totalidad de acciones existentes en la sociedad cotizada, así como por la totalidad de otros valores que de manera directa o indirecta den derecho de suscripción.
2. La OPA debe, además, dirigirse a todos los titulares de los anteriores derechos.
3. El precio debe ser el que la ley denomina precio equitativo, concepto que detallaremos a continuación.
4. No se pueden sujetar a ningún tipo de condición.
5. Debe ser lanzada, con carácter general, en el plazo de un mes desde que se adquirió el control.

¹⁷ Artículo 4.1 Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

Habrá, por tanto, que tener en cuenta la posible obligatoriedad de lanzamiento de la OPA por parte de Punma Corp, pues podrá llevar aparejado en un futuro una pérdida de control de Zapaterías Castilla S.A por parte del Grupo, ganando este poder Punma Copr.

3.2.2.2 Conceptos de precio equitativo y squeeze out o compraventa forzosa

En el contexto expuesto anteriormente de una OPA, como destacábamos, un concepto muy relevante es el de precio equitativo, pues este será, necesariamente, el precio mínimo al que se lance la OPA obligatoria.

El precio al que se lance la oferta deberá ser, por tanto, equitativo, lo que significa que no podrá ser inferior al precio más elevado que la persona oferente o las personas que actúen en concierto con él hubieran pagado o acordado por esos mismos valores en los 12 meses anteriores al anuncio de la oferta.¹⁸ Es decir, en el caso de que Puma Corp emita una OPA, el precio que ofrezca por los valores de Zapaterías Castilla S.A no podrá ser inferior al precio más elevado que pagó por los valores adquiridos en Zapaterías Castilla S.A en los últimos 12 meses antes del lanzamiento de la OPA.

El precio equitativo es por tanto, un precio que actúa de suelo o mínimo necesario a la hora de formular una OPA, no pudiendo, con carácter general, ofrecerse un precio que sea inferior al considerado equitativo. El precio equitativo no es el valor concreto al que se deba ofrecer la OPA, sino solo un límite mínimo.

La ley establece una serie de normas para el cálculo del valor equitativo para el caso de que la sociedad que alcanza el control no haya adquirido los valores de la sociedad objeto de OPA por una simple compraventa, sin embargo, no entraremos al análisis de estas cuestiones pues, como Vds han puesto de manifiesto, Punma Corp adquirirá los valores por medio de una compraventa, siendo, por tanto, el precio mínimo de lanzamiento de la OPA el que Punma Corp deba entregar como contraprestación.

Por otro lado, es importante abordar también lo que se denomina squeeze out o compraventa forzosa. Este concepto hace referencia a la posibilidad de que el oferente de

¹⁸ Artículo 9.1 Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

una OPA cuyo destino fue la totalidad de los valores de una sociedad pueda, tras la liquidación de dicha oferta, exigir al resto de titulares de las acciones u otros valores la venta forzosa de los mismos, siempre a un precio equitativo.

Es decir, según el contexto del caso que nos ocupa, sería la posibilidad de que Punma Corp, tras haber formulado la OPA por la totalidad de las acciones y valores de Zapaterías Castilla S.A y haber liquidado la misma, exija a aquellos titulares que no la aceptaron, la venta forzosa de sus acciones a precio equitativo, quedándose así Punma Corp como único accionista de Zapaterías Castilla S.A.

Para que este hecho sea posible deben, sin embargo, cumplirse una serie de presupuestos, en concreto:

1. Debe haberse formulado previamente una OPA por parte del oferente del squeeze out que tuviera como destino el 100% de la sociedad afectada.
2. El que ofrece la compraventa forzosa debe poseer, al menos, un 90% del capital de la sociedad afectada por la OPA, es decir, Punma Corp tiene que alcanzar un porcentaje del 90% en Zapaterías Castilla S.A.
3. Consecuencia de lo anterior, necesariamente la OPA tiene que haber sido aceptada por al menos, el 90% de los derechos de voto de la sociedad afectada.
4. Debe lanzarse a precio equitativo, que será igual a la contraprestación de la OPA previa.
5. Se debe formular en el plazo de los tres meses siguientes a que finalizara el plazo de la OPA previa.

Por tanto, será muy negativo para el Grupo que Punma Corp se vea en la situación en la que pueda llevar a cabo este mecanismo, pues supondría expulsar a todos los demás accionistas, ostentando el 100% de Zapaterías Castilla S.A y, dejando de poseer el Grupo todos sus derechos sobre ella. De manera que perdería así su origen y seña de identidad.

Además, la materialización de una venta forzosa implicará que los valores de Zapaterías Castilla S.A sean excluidos de negociación.

3.3 CONCLUSIONES

De manera resumida y concisa, las cuestiones que principalmente habrán de tener en cuenta a la hora de ampliar el capital para poder materializar la oferta de Punma Corp son:

Respecto al derecho de suscripción preferente y su exclusión:

Existen determinados requisitos necesarios para ello, siendo éstos, para el caso de Zapaterías Castilla S.A, sociedad cotizada: necesidad en atención al interés de la sociedad, informe de administradores, informe de experto independiente si el aumento es superior al 20% del capital social, emitir a valor razonable, salvo que se decida emitir por debajo y se cumplan con los requisitos expuestos anteriormente.

Si se omite alguno de estos elementos el acuerdo adoptado no será conforme a derecho, existiendo la posibilidad de impugnación de éste por los socios legitimados para ello y en el plazo establecido e, incluso, la opción de solicitar la paralización cautelar del acuerdo. Ello podría derivar en la imposibilidad de materializar la compraventa pretendida, al haber excluido el derecho de suscripción sin cumplir con las disposiciones legales imperativas.

El órgano que deberá aprobar la exclusión será la junta de accionistas, pero cabe la posibilidad de que lo decida el órgano de administración si existe un acuerdo de capital delegado y se cumplen los requisitos establecidos en la ley.

La posibilidad de emitir las nuevas acciones con exclusión del derecho de suscripción preferente y un descuento sobre el precio de cotización es posible siempre que se justifique en el interés social, y se recabe informe de los administradores y de experto independiente.

Respecto a una posible OPA obligatoria:

Será obligatorio que Punma Corp lance una OPA si, tras la adquisición del 25% de Zapaterías Castilla S.A, en los 24 meses siguientes a esta adquisición, la sociedad americana logra designar a más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la española. Por lo que será necesario tener este hecho en cuenta, ya que puede derivar en importantes consecuencias en un futuro, implicando una importante pérdida del control sobre la sociedad por parte de Vds.

La posible OPA que será obligatorio formular, se llevará a cabo por precio equitativo, es decir, no inferior al precio más alto que Puma Corp (o las personas que actúen en concierto con ella) pagó por los valores de Zapaterías Castilla S.A en los últimos 12 meses antes de lanzar la OPA.

Por último, tendrá que estarse alerta ante el lanzamiento de una compraventa forzosa por parte de Punma Corp una vez liquidada la OPA, pues podría suponer la pérdida total de los derechos sobre Zapaterías Castilla S.A por parte del Grupo.

4. TERCER INFORME

4.1 HECHOS

Vds nos han informado que, debido a sus malas relaciones con el grupo Diadoras, titular del 60% de la sociedad de la que ambos son accionistas, vieron la necesidad de llevar a cabo una desinversión en Honmas, S.L, para lo cual iniciaron un proceso de subasta con el fin de vender su participación del 40% en dicha sociedad.

Tras la finalización del proceso, recibieron tres ofertas vinculantes y, con el fin de valorarlas y tomar una decisión sobre la conveniencia o no de la venta, el presidente del consejo de administración de Castilla Holding S.A convocó al consejo de administración, en el cual se decidió la venta y se apoderó a un consejero para otorgar la escritura de compraventa que ya ha sido firmada ante notario.

Sin embargo, en la reunión de accionistas de Castilla Holding S.A que tuvo lugar después de la formalización de la compraventa, se explicaron los términos y condiciones de la operación realizada frente a la cual diversos de sus accionistas se mostraron disconformes.

Este informe tiene, por tanto, como objetivo principal, ilustrarles sobre los principales aspectos a tener en cuenta en relación con las cuestiones que nos han comunicado, especialmente aquellas relacionadas con la adopción de este tipo de acuerdos, la viabilidad de una posible ejecución de acciones por accionistas en desacuerdo, así como las relaciones entre los órganos de la sociedad.

4.2 VALORACIÓN JURÍDICA

A continuación, os trasladaremos las cuestiones que, a nuestro entender, deben ser tenidas en cuenta por Vds sobre el asunto planteado. Para ello, dividiremos el análisis en tres cuestiones principales, detallando los aspectos más importantes de las mismas. Nos centraremos en: el órgano competente para adoptar este tipo de acuerdos, las posibles acciones de las que disponen los socios disconformes, así como la posible exigencia de responsabilidad de los administradores y, algunos aspectos primordiales sobre los órganos de la sociedad.

4.2.1 Órgano competente para adoptar un acuerdo de compraventa de participaciones

En primer lugar y, antes de exponer cuestiones más complejas, deberán tener en cuenta que, en principio, la adquisición y enajenación de activos es competencia del órgano de administración. Sin embargo, los estatutos pueden regular alguna cuestión al respecto, otorgando ciertas decisiones de esta índole a la junta general. Por ello, Vds deberán comprobar si se establece en estatutos que tal decisión debe adoptarse por la junta general. En dicho caso, no cabría duda alguna de que el acuerdo se adoptó por un órgano que no era competente, pues debería haber sido decidido por la junta general y no el consejo de administración.

No obstante, en el supuesto de que dicha competencia no aparezca expresamente reflejada en los estatutos, también podría darse el caso de que la materia sea objeto de decisión por

la junta. La cuestión sería más compleja en este caso, pues nos encontraríamos en el marco del 160 f) de la LSC. Dicho precepto lo que indica es que la junta debe ser el órgano que obligatoriamente tome las decisiones sobre la adquisición, enajenación o aportación a otra sociedad de activos esenciales. Por tanto, si la venta de las participaciones de Honmas S.L puede considerarse como una operación de enajenación de un activo esencial, el acuerdo se habría tomado por un órgano que no era competente para ello, pues la ley establece que se trata de una decisión que de manera imperativa debe adoptar la junta general.

La problemática en este punto radica en el hecho de que no existe un criterio claro y, la ley tampoco lo define con precisión, de que es un activo esencial, por lo que nos encontramos ante un término jurídico indeterminado sin contenido definido. Ante ello, debemos precisarles una serie de cuestiones para esclarecer el problema:

1. Por un lado, la LSC establece una presunción, que admite prueba en contrario, de que estamos ante un activo esencial cuando el importe de la operación supera el 25% del valor de los activos que figuran en el último balance aprobado.¹⁹ Por tanto, deberán Vds comprobar cual es el importe de la operación y cual es el valor de activos de su ultimo balance y, en caso de que la venta de las participaciones de Honmas S.L cumpla con este requisito cuantitativo, se presumirá que se trata de un activo esencial. Ocurrirá que, a menos que se pruebe lo contrario, la decisión habrá sido tomada por el órgano social incorrecto.
2. Por otro lado, es posible que nos encontremos en un supuesto donde no es posible aplicar la presunción antes expuesta, al no alcanzar la operación el valor del 25%. En dicho caso, Vds deberán valorar desde un punto de vista cualitativo si las participaciones de Honmas S.L eran un activo esencial o no. Para que puedan justificar que se trata de un activo esencial desde este punto de vista, deberán probar que Honmas S.L tenía una gran vinculación con la realización del objeto social, teniendo una importancia de gran calibre para la estructura de la sociedad, de tal forma que la venta afecte de una manera sustancial a la posición o intereses

¹⁹ 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.

de los socios o suponga un efecto similar a una modificación estructural²⁰. Por lo que la consideración que Vds hagan de Honmas S.L como un activo como esencial, debe basarse en la relevancia que la decisión adoptada tiene en relación con operaciones que afectan a los bienes sociales o unidades productivas.²¹ Como defiende Recalde Castells (2015), *“El carácter esencial se debe predicar de los casos en que la enajenación del activo comporta una alteración de la composición patrimonial, económica o financiera de la sociedad, que conduce a que ésta ya no fuera reconocible como la que tenía con anterioridad”*.

Es decir, lo que tratamos de comunicarles es que deberán ser capaces de demostrar que, desde un punto de vista cualitativo, la venta de Honmas S.L supuso la enajenación de un activo esencial, ya que la decisión resultaba ser de tal importancia que se trató más bien de una decisión de gestión extraordinaria y que trajo fuertes implicaciones en cuanto al desarrollo del objeto social y estructura de la sociedad se refiere. Podrían alegar en este caso que Honmas S.L era un establecimiento de importancia vital para el desarrollo de su objeto, ya que la producción y venta de material deportivo es elemento fundamental del mismo, razón por la cual debía ser una decisión que aprobara la junta.

Asumiendo que estamos ante un activo esencial, las consecuencias de la adopción del acuerdo por un órgano que no es el competente serían básicamente dos:

1. Posibilidad de ejercicio de acciones contra esa decisión, en concreto impugnación del acuerdo y acción social de responsabilidad frente a los administradores, Cuestiones que, por la importancia que entrañan en cuanto a los derechos que Vds ostentan en la sociedad, hemos creído conveniente explicarles de manera detallada en el apartado siguiente de este informe.

²⁰ Blanco Saralegui, JM, Flores Segura, M, Parra Lucán, MA, etc. *Comentarios a la ley de sociedades de capital*. Tirant lo Blanch. (Valencia, 2021).

²¹ Fernández del Pozo, L. Aproximación a la categoría de «operaciones sobre activos esenciales», cuya decisión es competencia exclusiva de la Junta [artículos 160 f) y 511 bis LSC. (2015). *La Ley mercantil*, núm. 11, págs. 24 y ss.

2. A pesar de haber actuado el consejo de administración extralimitándose en sus competencias, el negocio jurídico será válido si los terceros actuaron de buena fe. Ello deriva de la aplicación analógica del 234.2 de la LSC, que viene a proteger a los terceros de buena fe cuando los administradores actúan fuera de su poder de representación, haciendo vinculantes sus actuaciones. Sin embargo, la ley no expone expresamente las consecuencias de incumplir el 160 f), por lo que hay cierto sector doctrinal que opina que no aplica este artículo y, el negocio no sería válido. Desde nuestra opinión, siendo de igual opinión la DGRN, que ya se ha pronunciado en diversas resoluciones sobre este asunto, aplicaría el 234.2, por lo que la sociedad quedaría vinculada por la decisión, siendo válida la venta.

4.2.2 Posibles acciones frente al acuerdo y responsabilidad de los administradores

Como Vds nos han comentado, existen accionistas que se encuentran en desacuerdo con la decisión adoptada en el seno del consejo. Ante ello, dichos accionistas van a tener la posibilidad de llevar a cabo una acción de impugnación del acuerdo adoptado por este órgano. En efecto, de igual manera que los socios tienen la posibilidad de impugnar los acuerdos adoptados en junta, la tienen también para los adoptados en el seno del órgano de administración.

Por ello, van a gozar de un plazo de impugnación de 30 días (siempre que no haya pasado un año desde que tuvo lugar el acuerdo) desde que conocieron que se había adoptado esta decisión, que entendemos fue en el momento de celebración de la junta en la cual se les expusieron las condiciones del acuerdo. Para poder ejercer esta acción, deben tener en cuenta que será necesario que al menos un uno por ciento del capital social esté de acuerdo.²²

Como es lógico, solo podrán impugnar en el caso de que se de alguno de los motivos por los que la ley habilita para ello, es decir, decisiones que hayan sido adoptadas en contra de la ley, los estatutos, el reglamento del consejo o sean contrarias al interés de la sociedad. Por ello, podrán sus accionistas impugnar la decisión si logran justificarla en alguno de

²² Artículo 251.1 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.

estos motivos. Teniendo en cuenta nuestra opinión expresada en el apartado anterior, podrían impugnar en base a:

1. Si finalmente Vds consiguieran justificar que la venta de las participaciones de Honmas S.L, supone la venta de un activo esencial, el acuerdo se habría tomado en contra de la ley y, por tanto, sería impugnabile.
2. Si la facultad de decisión de venta de activos estuviera otorgada a la junta por estatutos, el acuerdo iría en contra de los mismos, por lo que sería igualmente impugnabile.

Sin embargo, respecto a esta acción, debemos advertirles que podría resultar poco útil, ya que el acuerdo de compraventa ya ha sido perfeccionado, por lo que cualquier acción judicial que se lleve a cabo podría resultar tardía e imposible o muy difícil de revertir, sin perjuicio de que se consiga paralizar cautelarmente la ejecución del acuerdo.

Por otro lado, también será posible ejercer una acción social contra los administradores y exigirles responsabilidad por la adopción del acuerdo de venta. Ello deriva del hecho de que los administradores deben responder ante los socios cuando en el ejercicio de sus funciones causan un daño por actos u omisiones contrarios a la ley, los estatutos o realizados incumpliendo los deberes propios de su cargo. Ello siempre que haya mediado dolo o culpa, presumiéndose la existencia de ello cuando se actúe en contra de la ley o los estatutos sociales.²³

Afirmado lo anterior, debemos plantearles una problemática que podría tener lugar en la práctica a la hora de exigir esta responsabilidad. Se trata de una cuestión relacionada con lo que se ha denominado *Business Judgment Rule*, también conocida como regla de la protección de la discrecionalidad empresarial y, el deber de diligencia, del cual deriva dicha regla.

Como os comentábamos, la responsabilidad de los administradores se basaría en una actuación contraria a la ley, al vulnerar el artículo 160 f) de la LSC que obliga a que la

²³ Artículo 236 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.

decisión de enajenación de un activo esencial sea aprobada necesariamente en junta, no estando legitimados los administradores para ello. Por tanto, en principio se trataría de una decisión en contra de la ley y ante la cual se pueda exigir responsabilidad. Sin embargo, sería perfectamente factible, que en este supuesto aplicara la regla de discrecionalidad empresarial, pues estaríamos, a nuestro entender, en el marco de una decisión estratégica y de negocio que quedaría sometida a la discrecionalidad de los administradores.

De ello derivaría que la responsabilidad de los administradores podría no ser tan clara y automática, puesto que, a pesar de haber actuado en contra de la ley, la decisión de si un activo es esencial o no y, por tanto, requiera acuerdo previo en junta, podría considerarse como dentro de aquellos supuestos que están sujetos a discrecionalidad de los administradores. En este caso, se presumiría, por aplicación de la regla expuesta, que los administradores actuaron según la diligencia exigida si actuaron de buena fe, sin interés personal en la decisión y con la información suficiente sobre el asunto.²⁴

Por tanto, Vds deberán acreditar que los administradores vulneraron su deber de diligencia al actuar de mala fe, con interés en el asunto y/o sin el debido proceso de información, razón por la cual calificaron un activo como no esencial cuando sí lo era y, consecuentemente, actuaron en contra de la ley al tomar una decisión que correspondía a la junta general, debiendo responsabilizarse ante Vds por esta decisión y, rompiendo así la presunción de actuación diligente.

Por último, debemos mencionarles que, igual que ocurre en el caso de la impugnación de los acuerdos en junta o consejo, es necesario alcanzar ciertas mayorías en junta para ejercer la acción social. Será necesario que la decisión se adopte en junta por una mayoría que en ningún caso podrá exigirse que sea superior a la ordinaria. Es decir, como máximo, para el ejercicio de esta acción, se podrá imponer que la mayoría sea la ordinaria. Podrá proponer su ejercicio cualquier socio y no será necesario que forme parte del orden del día.²⁵

²⁴ Artículo 226 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.

²⁵ Artículo 238 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.

Adicionalmente, aunque no se alcance esa mayoría exigida en el 238 de la LSC, una vez tratado el tema en junta, es posible ejercer esta acción con el concurso de una minoría de socios. Para que ello ocurra, el socio o socios que deseen ejercer la acción deben poseer individual o conjuntamente una participación que les permita solicitar la convocatoria de la junta, es decir, un 5% del capital social. De esta manera, cuando sea rechazada la propuesta de ejercicio de la acción por la junta, se puede dar esta posibilidad, quedando legitimados para su ejercicio la minoría.²⁶

En todo caso, deben tener presente que esta acción caduca a los cuatro años desde que pudo ejercerse, por lo que, si desean ejercerla, deben tener en cuenta este plazo, pues una vez transcurrido, ya no será viable su ejercicio.²⁷

4.2.3 Cuestiones relevantes en relación con los órganos sociales

4.2.3.1 Relaciones entre órganos sociales

Para que puedan comprender en mayor medida las explicaciones anteriores, hemos creído conveniente exponerles las relaciones que se dan entre los órganos sociales.

Los órganos de una sociedad, como bien ya sabréis, son la junta general y el órgano de administración. Respecto a este último, creemos conveniente resumirles primeramente y, de manera sucinta, las diferentes formas que, conforme a derecho español, puede adoptar. La ley admite en concreto cuatro formas: único, solidario, mancomunado o consejo.²⁸ La forma más simple es la de administrador único, que como su propio nombre indica, estará compuesto por una sola persona encargada de todas las cuestiones propias de la administración. También podrá este órgano estar compuesto por una pluralidad de personas, bien que actúen ejerciendo sus funciones de manera individual y solidaria entre sí, o bien que actúen con el concurso necesario de todos, es decir, de manera mancomunada. Por último, también admite la ley que el órgano de administración tenga

²⁶ Artículo 239 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.

²⁷ Artículo 241 bis 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.

²⁸ Artículo 210.1 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.

forma colegial, lo cual implica que las decisiones deben ser fruto de la mayoría. Debemos destacarles al respecto, que para el caso de una sociedad anónima como la suya, si se confía la administración a dos administradores, estos deben actuar mancomunadamente y si se confía a más de dos, se deberá constituir un consejo de administración,²⁹ por tanto, siempre que haya más de dos administradores, será obligatoria la formación de un consejo de administración.

Dicho lo anterior, lo más importante que deben conocer es que entre junta y órgano de administración se da una relación de agencia o mandato, de tal manera que existe una subordinación entre ellos y deber de servicio por parte de los administradores a la sociedad. La junta tiene la consideración de mandante o principal de la relación, regulando todos los aspectos relativos a la misma, como el nombramiento, cese o remuneración, entre otros aspectos.

Consecuencia de su razón de ser, la junta se configura como un órgano esporádico, mientras que la administración lo hace como un órgano permanente que va a asumir las funciones de gestión y representación de la sociedad. La junta será un órgano interno que no puede actuar por si mismo, mientras que va a ser la administración quien actúe de cara al exterior frente a terceros y quien vincule a la sociedad en el curso de la vida social. Es decir, en el ámbito interno la junta ejercerá su papel de mandante de la relación y los administradores deberán actuar conforme a ella siempre de manera leal y diligente, mientras que en la esfera externa será el órgano de administración quien vincule a la sociedad llevando a cabo todas aquellas actuaciones que la misma requiera. La junta va a ser el órgano que tome las decisiones de manera interna, mientras que el órgano de administración será aquel a través del cual la sociedad se relacione con el exterior, actuando y ejecutando las decisiones sociales.

A pesar de esa relación de agencia que os comentamos, los administradores deben siempre ser independientes, pero ello entendido en el sentido de no seguir el interés particular de ninguno de los socios en concreto, sino el interés general de la sociedad. Así mismo, la independencia y autonomía a la hora de actuar también implica que aun cuando lleven a cabo las decisiones de la junta, serán responsables de su propia actuación y, con

²⁹ Artículo 210.2 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.

carácter general, si sus actuaciones no se ajustasen a la ley, estatutos o fueran negligentes, no quedarán exonerados de responsabilidad.

Básicamente, los administradores gestionan negocios ajenos, por lo que sus deberes principales serán actuar de manera diligente y leal y, cuando dichos deberes sean vulnerados, deberán rendir cuentas a la sociedad, titular de esos negocios que el órgano de administración gestiona.

Además, debemos recordarles que es posible que en la organización de la sociedad aparezcan dos figuras adicionales; los consejeros delegados y los apoderados. Las relaciones que estas figuras van a mantener con los órganos sociales van a venir basadas en una relación de delegación. El consejero delegado, que deberá ser así mismo miembro del consejo de administración, asumirá concretas funciones por delegación de este órgano y actuará unilateralmente en representación de éste, mientras que los apoderados serán personas físicas o jurídicas, es decir, no serán representantes de la estructura orgánica de la sociedad, a las que el órgano de administración faculte para el desempeño de una función determinada.

4.2.3.2 La junta y los asuntos de gestión

Como os comentábamos en el apartado anterior, a pesar de que la junta general es el órgano soberano de toda sociedad, las facultades y funciones atribuidas a la misma no ocupan absolutamente todas las cuestiones relativas a la vida social, especialmente en relación con aquellas competencias relacionadas con la representación y gestión. Ello deriva principalmente del hecho de que la junta no es un órgano permanente, sino esporádico y, la sociedad necesita de un órgano que la represente y gestione permanentemente. Es por ello por lo que los asuntos relacionados con la gestión de la sociedad son competencia del órgano de administración de la misma como regla general.³⁰

Sin embargo, la ley, antes solo para el caso de sociedades limitadas y, actualmente también para el caso de las anónimas tras la promulgación de la actual LSC, permite que

³⁰ Artículo 209 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.

la junta general asuma funciones de gestión. Es por tanto posible, que la junta imparta instrucciones o someta a su autorización la adopción por el órgano de administración de decisiones y acuerdos sobre asuntos de gestión, teniendo dichas decisiones, fuerza vinculante para los administradores.³¹

Afirmado lo anterior, deben tenerse en cuenta dos cuestiones respecto a esta posibilidad; por un lado, lo dispuesto en los estatutos sociales y, por otro, respetar una serie de límites, de manera que no se asuman unas competencias de gestión por parte de la junta que dejen vacío el contenido de las funciones de los administradores.

En lo que respecta a la primera de las cuestiones, aunque es cierto, como os decíamos, que la posibilidad de asunción de competencias de gestión por parte de la junta es una habilitación de origen legal, al venir expresamente regulada en la LSC, los estatutos de la sociedad van a poder eliminar o delimitar esa posibilidad. De esta manera, antes de asumir funciones de gestión, será necesario que Vds acudan a los estatutos sociales y comprueben si existe alguna disposición en cuanto a esta cuestión, siendo viable que se den tres opciones:

1. No se diga nada en los estatutos, de manera que la junta pueda hacer uso de la facultad según lo dispuesto en el artículo 161 de la LSC.
2. Se elimine totalmente esta facultad, impidiendo así que la junta ejerza funciones de gestión (salvo aquellas expresamente atribuidas en la ley) y, reservando este tipo de actuaciones y decisiones en exclusiva al órgano de administración.
3. Se contemple una previsión en la que se regule que la junta solo podrá actuar en materia de gestión respecto a determinadas decisiones, restringiendo así la habilitación legal del artículo 161 de la LSC.

En relación con la segunda de las cuestiones advertidas, deben de tener en cuenta que, en ningún caso, las funciones otorgadas en estatutos o las asumidas en base a la habilitación legal, pueden ser tan amplias que impliquen situar a los administradores en una posición

³¹ Artículo 161 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.

de meros ejecutores de las decisiones de la junta, convirtiéndose así ésta última en la verdadera administradora de la sociedad. Por ello, con carácter general, se deberá considerar nula cualquier cláusula incluida en los estatutos que prive de la gestión a los administradores.

Dicha afirmación lo que viene a significar en la práctica, aunque la ley expresamente no lo advierta, es que la asunción por parte de la junta de competencias y decisiones de gestión debe limitarse a aquellos asuntos que se denominan de administración extraordinaria, es decir, asuntos concretos de especial relevancia, sin que puedan asumir facultades en torno a los asuntos ordinarios de gestión, aquellos que se repiten de manera continua y normal en el curso de la vida social, pues de esta manera se dejaría vacío de contenido el cometido propio de los administradores.

Creemos conveniente puntualizarles que, en todo caso, las facultades que la junta asuma en cuanto al ámbito de gestión, tendrán eficacia en la esfera interna de la sociedad, lo que trae consigo dos implicaciones:

1. Las relaciones con terceros tendrán plena eficacia, aun cuando los administradores actúen de manera contraria a las instrucciones de la junta o sin su autorización.
2. La ratificación u autorización de la junta no exonerará a los administradores de la posible responsabilidad que, en su caso, pueda llegar a exigírseles cuando sus actuaciones resulten lesivas a la sociedad o sean contrarias a la ley o los estatutos. Por tanto, aunque las decisiones de la junta en estos supuestos sean de obligado acatamiento por parte del órgano de administración, éste deberá actuar con la diligencia adecuada y rechazar actuar según las decisiones de la junta si no son conforme a la ley, los estatutos o el interés de la sociedad.

Llegados a este punto, debemos recordarles que la ley otorga esta posibilidad solo respecto a las funciones de gestión y no en relación con las de representación, que es competencia exclusiva del órgano de administración. Adicionalmente, el propio artículo 161 de la LSC limita la eficacia de la norma al añadir la expresión “(---) *sin perjuicio de*

*lo establecido en su artículo 234*³², es decir, teniendo en cuenta que las competencias de los administradores deben siempre limitarse a aquellas que puedan considerarse como propias del objeto social, aunque como bien sabréis, la sociedad será responsable de aquellas actuaciones fuera del objeto, pero concertadas con terceros de buena fe.³³

Finalmente, para concluir sobre esta cuestión, creemos conveniente mencionarles que es posible que el propio órgano de administración sea quien solicite a la junta que se pronuncie de manera consultiva sobre los asuntos de gestión. La respuesta otorgada en este caso por la junta no será vinculante, salvo que ésta decida su intervención en el marco del 161 de la LSC o previsión estatutaria al respecto.

4.2.3.3 Decisiones unilaterales por miembros del consejo

Es posible que, en el marco de un consejo de administración, órgano que por lo general debe actuar de manera colegiada, se den ciertos supuestos en los que uno de sus miembros tenga potestad para actuar de manera unilateral, sin necesidad de contar con el respaldo del resto de consejeros. Ello deriva de la posibilidad que la LSC otorga en su artículo 249, mediante el cual habilita a los miembros del consejo de administración a nombrar consejeros delegados.

Por tanto, salvo que los estatutos regulen algo distinto, el propio consejo de administración podrá delegar en alguno de sus miembros ciertas facultades, permitiendo así que dicho consejero actúe dentro de los límites delegados sin necesidad de convocar, comunicar ni acordar decisiones en el seno del consejo. Como Vds pueden comprobar, se trata de una posibilidad que la ley otorga con el fin de facilitar las tareas ordinarias del consejo, al permitir que se puedan tomar decisiones de una manera menos compleja y lenta.

Una vez afirmada esta posibilidad, debemos recordarles ciertas cuestiones que deben tener en cuenta al respecto:

³² Artículo 161 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.

³³ Artículo 234 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.

1. La LSC establece en su artículo 249 bis una enumeración de facultades que son indelegables, y que, por lo tanto, el consejo no va a poder delegar.
2. Para que sea efectiva una delegación, es necesario que se alcance el voto favorable de las dos terceras partes de los miembros del consejo.
3. Se deberán especificar los límites, contenido y modalidades de la delegación.
4. La delegación debe inscribirse en el registro mercantil, pues hasta que ello no ocurra, no producirá efectos.
5. Cuando se nombre un consejero delegado, será necesario perfeccionar el correspondiente contrato de consejero. Dicho contrato requerirá ser aprobado por las dos terceras partes de los miembros del consejo (absteniéndose el afectado de la votación) y, establecerá las cuestiones en base a las cuales se regirá su relación como consejero delegado con la sociedad.

Por último, hemos de indicarles simplemente, que esta posibilidad también se contempla respecto a la creación de una comisión ejecutiva, de manera que esta comisión esté formada por los miembros del consejo que este mismo órgano designe y, que actuará de manera unilateral en el marco de las facultades que se le delegue.

4.3 CONCLUSIONES

En resumen, las cuestiones que principalmente habrán de tener en cuenta sobre esta decisión del consejo de administración son:

La venta de las participaciones de Honmas S.L puede resultar haberse acordado por un órgano no competente al venir incluida dicha competencia en estatutos como propia de la junta o, por tratarse de un activo esencial y venir expresamente obligada por ley dicho órgano a adoptar tal decisión. Será necesario que justifiquen en base al criterio cualitativo y/o cuantitativo que Honmas S.L era un activo esencial para su sociedad. En caso de que ello ocurra, aplicará el 234 de la LSC y el negocio quedará válidamente constituido, pero

Vds como socios, podrán ejercer sus derechos y exigir responsabilidad a los administradores y/o impugnar el acuerdo.

Entre junta y órgano de administración (único, solidario, mancomunado o consejo) se da una relación de agencia, siendo la junta un órgano que se proyecta en el ámbito interno, mientras la administración se proyecta al exterior, ejecutando las decisiones sociales y vinculando a la sociedad frente a terceros. El órgano de administración deberá actuar de manera diligente y leal, así como independiente y, adoptar decisiones siempre atendiendo al interés de la sociedad pues, en caso contrario, podrá exigírsele responsabilidad. Además, es posible que este órgano delegue facultades en consejeros delegados o apoderados, que se relacionarán con el exterior, vinculando a la sociedad.

En base al artículo 161 de la LSC, la junta puede intervenir en asuntos de gestión impartiendo instrucciones o sometiendo a su autorización la adopción por el órgano de administración de decisiones y acuerdos sobre asuntos de gestión. Esta previsión podrá ser delimitada o excluida en estatutos, tendrá eficacia meramente interna y nunca podrá ser tan amplia que prive de la gestión a los administradores. De la misma manera, será posible que miembros del consejo de administración actúen unilateralmente en caso de haber sido designados como consejeros delegados, pudiendo así actuar sin concierto con el consejo, aunque únicamente en el marco de la concreta delegación.

5. ANEXOS

5.1 Cuadro comparativo modificaciones estructurales vs compraventa

<u>Implicaciones sobre Calzado Deportivo Castilla S.L.U</u>	<u>Compraventa directa</u>	<u>Compraventa indirecta</u>	<u>Modificación estructural</u>
Contraprestación a la sociedad vendedora	Obtiene bienes (normalmente dinero) que pasa a formar parte de su patrimonio.	No afecta.	Acciones o participaciones en la sociedad a la que se une la unidad económica que se separa (si fuera segregación).
Contraprestación por la sociedad vendedora	Deja de ser titular de los activos y pasivos vendidos.	No pierde la titularidad sobre su patrimonio, simplemente cambia quien tiene derechos sobre ella.	Deja de ser titular de la unidad económica escindida.
Contraprestación a los socios	No obtienen nada a cambio, solo cambia el patrimonio de la sociedad.	Los socios que vendan sus participaciones ya no tendrán derechos sobre la sociedad, recibiendo a cambio lo que acordaran, el resto no se verán afectados.	Acciones o participaciones en la sociedad a la que se une la unidad económica que se separa (si fuera escisión parcial).
Objeto	Activos y pasivos concretos.	Acciones o participaciones.	Unidad económica por sucesión universal.
Regulación	No hay regulación específica, aplican normas de derecho común.	No hay regulación específica, aplican normas de derecho común.	LME
Acreedores	No tienen derecho de oposición como tal, pero sí otros mecanismos que les dan mayor poder.	No tienen derecho de oposición como tal, pero sí otros mecanismos que les dan mayor poder.	Tienen derecho de oposición.
Contratos	No hay cesión de contratos salvo que se consienta por	No hay un cambio en la identidad de la parte del	Los contratos que estén relacionados con la unidad

	comprador, vendedor y contrapartes o sea impuesto por la ley (seguros y sucesión de empresa).	contrato, ya que el titular sigue siendo la sociedad, aunque haya cambiado quien tenga derechos sobre ella. Habrá que llevar cuidado por si hay clausulas de cambio de control.	económica implicada se transmiten con ella, al existir sucesión universal.
Permisos y licencias	No hay cesión, será necesario recabar los consentimientos necesarios.	No hay un cambio en la identidad de la parte titular de la licencia o permiso.	Los permisos y licencias que estén relacionados con la unidad económica implicada se transmiten con ella, al existir sucesión universal.
Créditos	No hay cesión salvo pacto expreso (sin necesidad de comunicación al deudor).	No hay cambio de identidad del titular del crédito.	Los créditos que estén relacionados con la unidad económica implicada se transmiten con ella, al existir sucesión universal.
Deudas	No se transmiten las deudas con carácter general, salvo pacto expreso (debiendo aceptar el acreedor). Casos de asunción de deudas por el comprador: Hacienda, SS, trabajadores y entidades aseguradoras.	No hay cambio de identidad del titular de las deudas.	Las deudas que estén relacionados con la unidad económica implicada se transmiten con ella, al existir sucesión universal.
Aspectos laborales	El adquirente se subroga en los derechos y obligaciones de los trabajadores solo si existe sucesión de empresa. ³⁴	No hay cambio de identidad del empleador.	Los asuntos laborales que estén relacionados con la unidad económica implicada se transmiten con ella,

³⁴ Artículo 44.2. Estatuto de los trabajadores. “A los efectos de lo previsto en este artículo, se considerará que existe sucesión de empresa cuando la transmisión afecte a una entidad económica que mantenga su

			al existir sucesión universal.
Aspectos de Seguridad Social	El comprador se hace cargo de las obligaciones pasadas, siendo responsable solidario con el vendedor durante 4 años.	No hay cambio de titularidad.	Los aspectos de seguridad social que estén relacionados con la unidad económica implicada se transmiten con ella, al existir sucesión universal.
Órgano decisor	Órgano de administración (salvo activos esenciales donde decide la junta)	Órgano de administración (salvo activos esenciales donde decide la junta)	Junta general

identidad, entendida como un conjunto de medios organizados a fin de llevar a cabo una actividad económica, esencial o accesoria.”

6. BIBLIOGRAFÍA

Obras y artículos doctrinales

Blanco Saralegui, JM, Flores Segura, M, Parra Lucán, MA, etc. *Comentarios a la ley de sociedades de capital*. Tirant lo Blanch. (Valencia, 2021)

De la calle Peral de Vergara, J; Labatut Serer, G; Medina Sánchez Seco, J, etc. *Memento práctico Francis Lefebvre Sociedades Mercantiles*. Francis Lefebvre. (Madrid, 2020)

Fernández del Pozo, L. Aproximación a la categoría de «operaciones sobre activos esenciales», cuya decisión es competencia exclusiva de la Junta [artículos 160 f) y 511 bis LSC. (2015). *La Ley mercantil*, núm. 11, págs. 24 y ss.

García Cruces, J.A. *Derecho de sociedades mercantiles*. Tirant lo Banch. (Valencia, 2019)

García-Villarubia, M. La infracción del art. 160. f LSC: la falta de acuerdo de la junta en la enajenación de un activo esencial. (2017). *El Derecho. Revista de Derecho Mercantil*, n.º 56. *Uría Menéndez*. Extraído de: <https://www.uria.com/es/publicaciones/5418-la-infraccion-del-art-160-f-lsc-la-falta-de-acuerdo-de-la-junta-en-la-enajena>

Recalde Castells, A. *La posición del socio y las nuevas competencias de la Junta General. En particular en las sociedades cotizadas*. AA.VV. *Comentario práctico a la nueva normativa de gobierno corporativo*. Dykinson. (Madrid, 2015)

Legislación

Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición.

Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal.

Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores.

Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles.

Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.