

TUTELA DE LOS SOCIOS DE LAS SOCIEDADES DE CAPITAL EN LAS OPERACIONES DE MODIFICACIÓN ESTRUCTURAL ♦

Lina Fernanda Henao Beltrán¹

Resumen

Las operaciones de modificación estructural de las sociedades de capital inciden directamente sobre el estatus de los socios, este trabajo tiene como objetivo presentar cuáles son los mecanismos que se han concebido tanto en las Directivas de la Unión Europea como en la legislación española para proteger cuantitativa y cualitativamente el nexo que vincula a los socios con las sociedades participantes en las operaciones de fusión, escisión y cesión global de activo y pasivo.

Palabras clave: Proporcionalidad, continuidad, información, separación, impugnación

Abstract

Structural modifications leading to modify corporations tend to affect partner's status within the company. This paper aims to present the mechanisms that have been designed for the European Union's Directives and the Spanish legislation in order to protect quantitative and qualitatively the relationship that links the partners with the companies involved in mergers, acquisitions, and assignment of assets and liabilities.

Key words: Proportionality, continuity, information, right to dissent, challenging corporate agreements.

♦ Este artículo fue presentado a la revista el día 7 de abril de 2013 y fue aceptado para su publicación por el Comité Editorial el día 6 de junio de 2013, previa revisión del concepto emitido por el árbitro evaluador.

¹ Abogada de la Universidad Externado de Colombia, especialista en Derecho Comercial de la misma universidad, Magíster en Derecho de la Empresa y de los Negocios de la Universidad de Barcelona, Doctoranda en Derecho de la Universidad de Barcelona. Colombia. lina.henao@uexternado.edu.co

Sumario

Introducción.....	179
I. Marco jurídico comunitario y español sobre las operaciones de modificación estructural	180
1. El proceso de elaboración en la unión europea.....	180
1.1. Derecho europeo de sociedades.....	180
1.2. Situación actual de las operaciones de modificación estructural.....	182
2. El proceso legislativo en España y la ley 3 de 2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.....	186
II. Régimen general de tutela.....	194
1. Principio de continuidad y proporcionalidad.....	194
1.1. Concepto y proyección.....	194
1.2. La tutela en el caso de ciertos sujetos especiales.....	201
III. Régimen especial de tutela.....	204
1. Derecho de información.....	204
1.1. El balance de la operación.....	210
1.2. El proyecto de la operación.....	212
1.3. Informe de los administradores.....	215
1.4. Informe del experto independiente.....	217
2. Solicitud especial de consentimiento.....	224
3. Derecho de separación.....	228
4. Derecho de impugnación.....	240

Conclusiones.....	248
Bibliografía	250

Introducción

El sistema que soporta las operaciones de modificación estructural incorporado en la Ley 3/2009 es el resultado de la preocupación en el seno de la Unión Europea de otorgar un trato prioritario a los mecanismos de tutela que deben desarrollarse en pro de la protección de los intereses que concurren en la celebración de estos procedimientos.

Esta protección está dada particularmente a favor de los socios, en donde la imperiosa necesidad de conservar su estatus jurídico y económico, y la obligación de otorgarles un trato igualitario frente a sus pares de cara a operaciones que alteran sustancialmente su situación y que tienen la potencialidad de repercutir de forma negativa en los derechos políticos y económicos de los que son titulares, son los motivos que han incentivado la regulación de carácter supranacional.

Por esta razón se torna indispensable abordar la materia desde la regulación adoptada mediante la Tercera Directiva 78/855/CEE del Consejo, de 9 de octubre de 1978, relativa a las fusiones de las sociedades anónimas, y la Sexta Directiva 82/891/CEE del Consejo, de 17 de diciembre de 1982, referente a la escisión de este mismo tipo societario.

En el primer capítulo se expondrán la regulación europea en materia societaria de la mano de las directivas, la naturaleza de estas, las dificultades de su incorporación y el marco general de la Tercera y la Sexta directivas, y se ofrecerá una breve pero importante visión de derecho comparado, que está presente a lo largo de la investigación, con el fin de nutrir diferentes posturas críticas sobre el derecho de separación o de impugnación, entre otras. Una vez realizada esta labor, se podrá abordar el desarrollo que ha tenido el tema en el ordenamiento español.

Este trabajo se propone integrar los mecanismos de tutela de los socios de la sociedad anónima no cotizada y de responsabilidad limitada que han sido previstos en las operaciones de fusión, escisión y cesión global de activo y pasivo, por ser estas de una naturaleza y dinámica mucho más cercana y homogénea, en relación con la de transformación y traslado internacional del domicilio social, figuras que no tienen una afectación patrimonial tan significativa como las primeras, además de perseguir objetivos y poseer una estructura diferente. No obstante lo anterior, se hará referencia a ellas con el fin de ilustrar en términos generales el tratamiento de que ha sido objeto la regulación de estas operaciones en algunos acápites.

El aparte destinado a presentar el régimen general de tutela reposa sobre los principios de continuidad y proporcionalidad que han sido concebidos como los ejes rectores que fijarán el derecho del socio a conservar su condición de tal y a recibir una asignación proporcional en la sociedad resultante, de las acciones o participaciones de las que era titular en la sociedad originaria.

El apartado final de este trabajo presenta el panorama de las herramientas que de forma particular la Ley de Modificaciones ha previsto para dotar de instrumentos a los socios con el fin de otorgar protección a sus intereses, herramientas que van desde el derecho de información hasta la posibilidad de impugnar la eficacia de aquella, aun si esta ya ha sido inscrita en el Registro Mercantil.

I. Marco jurídico comunitario y español sobre las operaciones de modificación estructural

1. El proceso de elaboración en la unión europea

1.1. Derecho europeo de sociedades

Con la adopción del Tratado constitutivo de la Comunidad Económica Europea se dotó de instrumentos a este organismo para superar las barreras jurídicas que se desprendían de la falta de homogeneización de los diferentes ordenamientos jurídicos, objetivo desarrollado a través de los convenios internacionales, los reglamentos y las directivas comunitarias.

La regulación europea del derecho de sociedades se distingue por la dificultad de identificar los principios configuradores básicos y unos criterios claros de política legislativa, lo que incide de manera notable en el carácter fragmentario de esta normativa, la atención preferente para regular aspectos particulares y no generales sobre la materia, y la primacía que se otorga a ciertos tipos societarios sobre otros, en especial a la sociedad anónima.²

² Embid Irujo, J.M., "Adaptación de las directivas comunitarias en materia de sociedades: logros y retos pendientes", en AA.VV., *Veinte años de España en la Unión Europea: Balance y perspectivas. I Congreso nacional de derecho mercantil*, Barcelona, 12 y 13 de junio de 2006, Arroyo, I. (dir.), Thomson Civitas, 2007, pp. 293-295. En este mismo sentido, Guasch Martorell, R., *La escisión de sociedades en el derecho español: La tutela de los intereses de socios y acreedores*, Civitas, 1993, pp. 52 y ss.

En la década de los ochenta y noventa la actividad legislativa se caracterizó por un avance lento aunque continuo en el marco del derecho de sociedades europeo, tendencia armonizadora que se mantuvo hasta finales del siglo XX respecto de los ordenamientos nacionales, pero que luego se vio enfrentada a un estancamiento de la corriente unificadora, viéndose paralizada con la suspensión de la aprobación de los estatutos de la Sociedad Anónima Europea.

Tal como lo establece EMBID IRUJO³, desde la promulgación de la Primera Directiva sobre las sociedades mercantiles de capital de 1968 hasta la Duodécima Directiva sobre la sociedad unipersonal, vigente desde 1989, el objetivo regulador de la Comunidad ha girado en torno a la sociedad anónima, salvo asuntos particulares en los que se toma nota de la sociedad limitada y la comandita por acciones. Las materias de regulación han cubierto principalmente los temas relativos a la caracterización de las sociedades anónimas, con la notable preponderancia del derecho alemán y la regulación de las modificaciones estructurales y la regulación contable tanto para sociedades aisladas como para las sociedades integradas a un grupo, producto de la influencia del régimen inglés principalmente.

El estancamiento que padeció el ritmo que venía presidiendo el ánimo de armonización de la Unión Europea en el campo societario se debió principalmente a la dificultad que entrañaba la elaboración de las directivas, ya que eran notorios los obstáculos para concertar una solución debido a las divergencias existentes entre los diferentes países y a la dilación en el proceso de tramitación. También fueron determinantes los impedimentos surgidos por la labor de transposición de las mismas fruto de la tardanza de los ordenamientos receptores en su implementación y de los desajustes de contenido de la norma nacional respecto de las directivas.⁴

Las directivas, en el medio de la Comunidad Europea, han sido utilizadas como un instrumento directo de integración, en particular en el campo del derecho de sociedades. Estas, como un procedimiento legislativo de dos etapas y tuitivo de la soberanía nacional en el área del derecho corporativo, se han caracterizado, de un lado, por un progresivo detallismo que implica para los ordenamientos nacionales prácticamente su transposición literal, y del otro, por consagrar un mínimo común denominador que da carta blanca a las regulaciones internas para implementar otros aspectos no incluidos en ella; el supuesto de la Tercera Directiva, como veremos en líneas posteriores, ha sido considerado por un amplio sector de la

³ Embid Irujo, ob. cit., pp. 295-296.

⁴ *Ibíd.*, pp. 297-298.

doctrina, incluido PÉREZ TROYA⁵, como un ejemplo del primer caso, ya que ordenó a los Estados Miembros su incorporación, aunque no poseyeran regulación sobre la materia, si bien sobre ciertos aspectos confirió libertad a los ordenamientos para su regulación, como en el caso del art. 8 que permite relevar a la Junta General de la sociedad absorbente de aprobar la operación, o del art. 3.2 que deja a disposición de los ordenamientos la posibilidad de reconocer la fusión entre sociedades en liquidación.

Ahora, la práctica ha demostrado que no siempre es incompatible el mantenimiento o la introducción de instituciones que no han sido reconocidos en las directivas, cuando todos estos medios se encuentran en cierto grado de armonización, tal como lo enseña la experiencia inglesa que mantuvo la figura del representante fiduciario tras la incorporación de la Tercera Directiva, o la italiana que decidió implantar un derecho de separación para los socios en algunos casos de fusión, de manera de evitar los efectos negativos de la paralización del derecho comunitario producto de la lentitud en su elaboración y en la revisión de las normas europeas.⁶

1.2 Situación actual de las operaciones de modificación estructural

En el derecho comunitario el tema de las modificaciones estructurales no ha sido desarrollado de forma sistemática, y ni siquiera contaba con esta denominación acuñada desde la doctrina; las primeras regulaciones sobre la materia recayeron en las operaciones prototípicas de modificación, como la fusión y la escisión, siendo claro ejemplo de ello la expedición en 1978 de la Tercera Directiva 78/855/CEE del Consejo, de 9 de octubre, sobre fusiones de las sociedades anónimas del mismo Estado, y de la Sexta Directiva 82/891/CEE del Consejo, de 7 de diciembre de 1982, sobre la escisión de sociedades anónimas. Estas, junto a la normativa posterior sobre fusiones transfronterizas de sociedades de capital, responden a la ideología de facilitar las reestructuraciones intracomunitarias de las sociedades.⁷

⁵ Pérez Troya, A., *La tutela del accionista en la fusión de sociedades*, Civitas, 1998, p. 533.

⁶ *Ibíd.*, pp. 532-538.

⁷ *Ibíd.*, p. 76.

Ahora bien, como ha quedado demostrado para el tema que nos interesa, la columna vertebral de la materia reposa sobre la Tercera y la Sexta directivas, la Directiva 2005/56/CE relativa a las fusiones transfronterizas y el Reglamento 2157/2001 relativo a la SE. Tal como lo afirma la profesora LARGO GIL, en este orden jurídico se aprecia una unidad de planteamiento estructural y finalista. Lo primero porque el núcleo de la regulación gira en torno a la fusión por absorción, y su régimen ha sido ideado como el eje de las demás operaciones con el fin de realizar una regulación que evita actos fraudulentos; y lo segundo, porque el sistema ha sido concebido para tutelar y garantizar los intereses de los distintos sujetos afectados por este tipo de operaciones.⁸

Los regímenes jurídicos subyacentes a la elaboración de la Tercera Directiva, esto es, los ordenamientos francés, alemán, italiano, belga, holandés y luxemburgués de la década del sesenta, se caracterizaban por regular de forma diversa la figura de la fusión interna, no siempre como institución autónoma del derecho de sociedades. Las diferencias más importantes se ubicaban en torno a los requisitos de aprobación de la operación, el derecho de información concedido a los socios, el acuerdo concluido por los administradores, el control de legalidad y el momento de eficacia de la fusión.

No obstante lo anterior, existía el interés legislativo de favorecer las operaciones de fusión como un método de reestructuración procedimentalmente privilegiado, poco oneroso financieramente e irreversible, que debía ser armonizado con la protección de los intereses en juego, en especial, con el de los socios. De manera casi uniforme, las legislaciones preveían el no reconocimiento de un derecho de veto o de separación en beneficio del socio disconforme, tan arraigado en el ordenamiento norteamericano; sin embargo, el panorama era bastante diverso y disímil frente a las diferentes medidas *ad hoc* de tutela del socio, pues, por un lado, el modelo francés estructuraba todo un sistema de protección previo a la aprobación de la operación sustentado en el derecho de información, mientras que, por otro, el modelo alemán velaba por un sistema de protección a posteriori, concretada esta en una obligación de resarcimiento de los miembros de la dirección y del consejo de vigilancia de la sociedad absorbida a la sociedad, socios o acreedores por los daños sufridos a causa de la fusión.⁹

Los objetivos inmediatos de la Tercera Directiva se circunscribían a la coordinación de las garantías exigidas en los Estados miembros a las sociedades para proteger los intereses de los socios y terceros. Dicha coordinación se

⁸ *Ibíd.*, pp. 88-90.

⁹ Pérez Troya, *ob. cit.*, pp. 62-79.

implementó de una forma extensiva para exigir a aquellos Estados miembros sin regulación en esta área la organización de la materia siguiendo los lineamientos de la norma comunitaria. Por esta razón la Tercera Directiva era de naturaleza más impositiva, en tanto y en cuanto su disposición de unificar el régimen de fusiones debía ser incorporada a los Estados miembros, al paso que la Sexta no ordena a los Estados miembros incorporar la figura de la escisión, si bien dispone que, de hacerlo, deberán seguir las directrices de la misma. Pese a que el alcance de la Directiva 2005/56/CE no se ha definido, lo cierto es que ha sido incorporada en su totalidad, y en cuanto al Reglamento 2157/2001, dada su especialidad se menciona que es “un reglamento con alma de Directiva”, a partir de la cual los Estados han organizado su legislación para hacer posible la creación de SE.

Las nociones de fusión y escisión implícitas en las directivas corresponden a la cultura jurídica tradicional europea, por lo que las más de las veces la fusión será por absorción o creación, y la escisión total o parcial; de igual modo, la regulación conserva el mismo esquema procesal en líneas generales: un proyecto con un contenido mínimo, un informe sobre el mismo, su publicidad, la puesta a disposición para los accionistas, la toma de decisión sobre la operación en juntas generales con un quórum y mayorías calificadas, la publicidad del acuerdo, medidas de protección a terceros interesados, y la inscripción en registros públicos.

Vale la pena ilustrar, antes de proceder con la revisión del régimen español, el sistema norteamericano, fuente indiscutible de algunas perspectivas que han sido consideradas en este proceso normativo.

El derecho de fusión de sociedades en Estados Unidos ha sido producto, por un lado, de las regulaciones contenidas en cada uno de los Estados que conforman la nación y de los parámetros incluidos en el *Model Business Corporation Act* (MBCA), y por el otro, de los diferentes movimientos producidos por el fenómeno de la concentración empresarial.

Las fusiones en sentido estricto han sido acuñadas con las expresiones de *merger* y *consolidation*, para representar respectivamente a la fusión por absorción y la fusión por constitución de una nueva sociedad. El trámite no se diferencia en lo sustancial del régimen de otras latitudes: se inicia con una etapa de negociaciones, la elaboración de un proyecto común o “plan”, cuyo contenido estará conformado por la anotaciones necesarias y opcionales de acuerdo con el art. 10.01.b y c MBCA, luego de lo cual el plan deberá ser aprobado por los socios de las sociedades cuando así se prescriba, y una vez aprobado y adoptados los

articles of merger se producirá la transmisión de los derechos y obligaciones de las sociedades fusionadas a la sociedad resultante.¹⁰

La MBCA también prevé el procedimiento para las operaciones de fusión entre una sociedad y una subsidiaria, también conocido como *short-form merger* en el Capítulo 11.04 bajo el título de *Merger of subsidiary*. De forma paralela se desarrollan en Estados Unidos las llamadas *triangular mergers*, en las cuales las acciones entregadas por las sociedades que sobreviven a la fusión pueden ser de otra sociedad.

Ahora bien, las llamadas fusiones indirectas, en las cuales se intercambian activos por acciones (una sociedad entrega acciones a cambio del activo de otra), o se intercambian acciones (se entregan a los accionistas acciones de otra sociedad), han sido utilizadas en la práctica empresarial con el fin de evitar las exigencias asociadas al proceso de fusión, las medidas previstas a favor de los socios, o con el fin de acogerse a un régimen fiscal mucho más bondadoso. Hoy, *la Revised MBCA de 1984* en su Capítulo 11, sobre *merger and share exchange*, prevé que la adquisición de acciones por acciones se pueda realizar solo una vez que el órgano de administración de cada sociedad haya adoptado el plan que debe ser aprobado por los accionistas de la sociedad cuyas acciones han de ser adquiridas; el Capítulo 12, dedicado a la *sale of assets*, distingue la transmisión de activos según que tenga lugar en el curso regular de los negocios o que no sea así: en el primer caso la MBCA permite que esta operación se lleve a cabo sin el consentimiento de los socios de la sociedad que transmite sus activos, salvo que se disponga lo contrario en los estatutos.¹¹

En líneas generales, el principio de continuidad en virtud del cual, como consecuencia de la operación de modificación estructural, no se pierde la condición de socio, al que se hará referencia en el marco de la LME, no está explícitamente consagrado en el derecho norteamericano, por lo que es posible excluir a la minoría de los accionistas (*take out merger*) sin que ello procure necesariamente un detrimento a sus intereses, ya que el sistema está configurado de tal forma que a aquellos puedan transferírseles acciones de otra sociedad, valores diferentes a las acciones o dinero; esta doctrina fue acogida por la sentencia proferida por la *Court of Appeal* de Nueva York en 1949, en el caso *Beloff v. Consolidated Edison Co.*, según la cual los socios minoritarios no tienen un derecho a su condición de tal, sino que su derecho es el de la protección del valor de su participación; derecho que se garantiza con la posibilidad de separarse

¹⁰ *Ibíd.*, pp. 111-120.

¹¹ *Ibíd.*, pp. 123-124.

de la sociedad y ser recompensado por ello, siendo este un criterio acogido por la MBCA en 1960 y 1969.¹²

No obstante la aparente flexibilización de la ley y la jurisprudencia para facilitar las operaciones de reestructuración, la institución de la fusión sufrió una reinterpretación a partir de la sentencia de la Corte Suprema de Delaware de 1977 en el caso *Singer v. Magnavox Co.*, en virtud de la cual el cumplimiento formal de las normas que regulan la fusión no excluye un control judicial material sobre la operación, por lo que la reestructuración debe hacerse bajo el imperio de la equidad y la justicia y no podrá llevarse a cabo con el único objetivo de eliminar a la minoría accionarial. Se incursiona así en la teoría del *business-purpose* que supone el interés legítimo del accionista sobre el valor de su participación y el derecho a mantener su estatus de socio.

Por otro lado, el derecho de “voto” que ostentan los socios de las sociedades implicadas en una fusión no es tal cuando se trata de fusiones entre sociedades independientes en las que no se alteran de forma dramática los derechos sociales (en la práctica se refiere a las fusiones en las que la sociedad absorbente no aumenta su capital en una cuantía superior al 20%) o en aquellas operaciones en las que se fusionan sociedades vinculadas con una participación mayoritaria en la otra; el proceso se reducirá entonces a la adopción de un plan de fusión elaborado por los administradores de la sociedad absorbente.

Finalmente, en lo relativo al derecho de separación (*right to dissent and obtain payment for shares*) se tiene como el mecanismo por antonomasia para la protección de los intereses de los socios en la fusión; gracias a él, el socio que no desea aceptar las condiciones de la operación puede retirarse de la compañía y obtener el reembolso que corresponda por sus acciones. Su regulación se encuentra contenida en el Capítulo XIII de la *Revised MBCA* de 1984.

2. El proceso legislativo en España y la ley 3 de 2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.

La fusión de sociedades no era una institución objeto de regulación con anterioridad a la expedición de la Ley de Sociedades Anónimas de 17 de julio de 1951. El Código de Comercio de 1885 apenas se refería a ella en el art. 175 al señalar que una de las funciones de las compañías de crédito era la de “practicar la fusión o transformación de toda clase de sociedades mercantiles, y encargarse

¹² *Ibíd.*, pp.131-133.

de la emisión de acciones u obligaciones de las mismas”, mientras que los arts. 188 y 189 regulaban la fusión de las compañías de ferrocarriles y demás obras públicas. Con la expedición del Reglamento del Registro Mercantil, de 20 de septiembre de 1919, la regulación que para efectos registrales se realizó en los arts. 138 y 139 contribuyó a minimizar los vacíos legislativos presentes en la escueta regulación del Código de Comercio de entonces. Con posterioridad, los arts. 142 a 149 del Capítulo VIII de la Ley sobre Sociedades Anónimas, de 17 de julio de 1951, las precisiones de los arts. 132 a 137 del Reglamento de Registro Mercantil, de 14 de diciembre de 1956, y las normas especiales previstas en la Ley 83/1968, de 5 de diciembre, sobre la fusión de sociedades anónimas acogidas al régimen de acción concertada o que disfrutaran de beneficios fiscales, constituían el régimen vigente sobre la fusión.¹³

En términos generales, tal como lo afirma EMBID IRUJO¹⁴, el ingreso de España al ámbito de la Comunidad Europea propició, sin desconocer los principios rectores del sistema, la modernización del esquema societario en general y de las modificaciones estructurales en particular. En el escenario español, la incorporación de la Tercera y la Sexta directivas se realizó principalmente a través de la Ley 19/1989, de 25 de julio, que introdujo al régimen societario de aquel entonces (Ley de Sociedades Anónimas de 1951¹⁵) los siguientes cambios: se estableció un procedimiento completo para la fusión de sociedades y la ejecución de las mismas, pasando las fusiones a ser el resultado de un procedimiento trazado por la ley en el que se distinguen varias etapas de diversa índole, entrelazadas jurídicamente: la etapa de preparación y la de realización de la misma se vinculan a partir de la toma de decisiones del máximo órgano social; y, además, se ordenó un régimen general de escisión con remisión al de fusión, régimen que repercutió en la expedición del Texto Refundido de la Ley de

¹³ Gómez Porrúa, J. M., *La fusión de sociedades anónimas en el derecho español y comunitario*, La Ley, 1991, p. 146.

¹⁴ Embid Irujo, J.M., “Grupos de sociedades y modificaciones estructurales”, en AA.VV., *Modificaciones estructurales y reestructuración empresarial*, Garrido de Palma, V.M. (dir.), Tirant lo Blanch, 2012, pp. 53-81, acá p. 76.

¹⁵ De antaño, la LSA de 1951 inició una tendencia regulatoria de las modificaciones estructurales situando la regulación como una norma de carácter especial y referida a un tipo societario particular: la sociedad anónima, reduciendo el ámbito objetivo a las operaciones de transformación y fusión; sin embargo, lo anterior no implicaba la imposibilidad de extender estos supuestos a otros tipos societarios, solo que se imponía al intérprete una labor más compleja en la aplicación de la norma.

Sociedades Anónimas aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, el Reglamento del Registro Mercantil aprobado por el Real Decreto 1597/1989, y la Ley 2/1995 sobre Sociedades de Responsabilidad Limitada.

La etapa previa a la fusión de sociedades fue regulada en varios preceptos de la Ley 19/1989, de la cual dependían la protección de los intereses de los implicados y en términos generales el éxito de la operación, además del cumplimiento estricto de las exigencias de control y publicidad. Resulta innovadora la estructura del inicio de la operación a manos de los administradores, los únicos legitimados para redactar el proyecto de fusión, integrado por el contenido imperativo fijado en la ley; así como la incorporación de los informes, tanto de los administradores como de los expertos independientes, que desempeñarán un rol fundamental en la protección de los intereses de los socios, acreedores y terceros.¹⁶

La difusión normativa vigente finalizaría con la expedición de la Ley 3/2009 sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles (LME) y el Real Decreto Legislativo 1/2010 por el cual se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital (TRLSC).

Las operaciones de modificación estructural vinculan un sinnúmero de intereses que van más allá de lo querido por los socios de cada una de las sociedades intervinientes, ya sean los mayoritarios, que usualmente tienen control sobre la administración, o los minoritarios. Tanto los administradores como los trabajadores, las contrapartes contractuales de la sociedad, los deudores y acreedores, quienes participan en el mismo mercado, así como Hacienda Tributaria, tienen especial interés en este tipo de relaciones, como expresión de intereses de diversa índole y, por su naturaleza, heterogéneos.

Además de lo anterior, no debe escapar a la atención la dimensión macroeconómica de la regulación, ya que una política jurídica favorecedora de las operaciones de concentración empresarial ha sido decantada como la herramienta idónea para participar en términos más competitivos en el mercado europeo o mundial.

¹⁶ Al respecto ver Largo Gil, R., *La fusión de sociedades mercantiles: Fase preliminar, proyecto de fusión e informes*, Civitas, 1992, pp. 113 y ss.; Sequeira Martín, A., "Fusión", en AA.VV., *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, t. VII, Sánchez Calero, F. (dir.), Derecho Reunidas, 1993, pp. 79-84; y Embid Irujo, J.M., "Fusión", en *Comentarios a la ley de sociedades anónimas: Real decreto legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la ley de sociedades anónimas*; Arroyo, I., y Embid Irujo, J.M. (dirs.), Tecnos, 2001, pp. 2229-2231.

Ahí radica la importancia de contar con un marco jurídico general que cobije y armonice los intereses en juego. La Ley 3/2009, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, es una norma que en términos reales es el resultado de la necesidad de incorporar al ordenamiento nacional la Directiva Comunitaria 2005/56/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre de 2005, relativa a las fusiones transfronterizas de las sociedades de capital, como ya lo hemos dicho, además de actualizar la normativa referida a las fusiones y escisiones derivada de las modificaciones realizadas a la Tercera y la Sexta directivas por medio de la Directiva 2007/63/CE.

El espíritu que ha inspirado el desarrollo de la LME se erige sobre tres ejes principalmente: consagrar en un cuerpo legal especial y único el régimen de estas operaciones, ampliar el ámbito de las operaciones que previamente han sido reguladas en el ordenamiento, y por último, la simplificación en los procedimientos.¹⁷

En relación con el primer aspecto, en materia de fusiones y escisiones la LSA contaba con el régimen general al que se remitía cada tipo societario guardando las particularidades de cada caso; especial remisión se realizaba a la LSRL en materia de cesión global de activo y pasivo, la escasa regulación se ubicaba en el acápite de liquidación de aquel precepto; mientras que el traslado internacional del domicilio se recogía en una norma remisoría a tratados internacionales en la LSA y la LSRL; en materia de Sociedad Anónima Europea, la LSA contenía escasamente dos preceptos al respecto, y por último, en la LAIE existían algunas normas transversales al tema de modificaciones estructurales.

Frente a este escenario, se entiende el afán del legislador de consagrar en un solo cuerpo normativo el régimen general de las operaciones de reestructuración societaria aplicable a todos los tipos societarios tal como ha sido plasmado en el título general de la LME en los arts. 1 y 2 que, al referirse al ámbito de aplicación de la misma, señalan:

Artículo 1. Ámbito objetivo: La presente Ley tiene por objeto la regulación de las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, consistentes en la transformación, fusión, escisión o cesión global de activo y pasivo, incluido el traslado internacional del domicilio social.

¹⁷ González-Meneses, M., García-Valdecasas, J.A., y Álvarez, S., *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Dykinson, 2011, pp. 19 y ss.

Artículo 2. *Ámbito subjetivo*: La presente Ley es aplicable a todas las sociedades que tengan la consideración de mercantiles, bien por la naturaleza de su objeto, bien por la forma de su constitución.

Las modificaciones estructurales de las sociedades cooperativas, así como el traslado internacional de su domicilio social, se regirán por su específico régimen legal.

Ahora bien, a propósito de la pretendida unificación bien afirman GONZÁLEZ-MENESES y ALVAREZ¹⁸ que pese al esfuerzo que se ha realizado por el legislador con la LME, aún se mantiene la dicotomía entre las normas sustantivas del derecho mercantil y las fiscales, división que se refleja con tratos disímiles en algunos supuestos de hecho cuando el estatuto tributario entra a definir de forma diferente a la normativa mercantil operaciones que no corresponden a esta, producto de la incorporación de una lógica real y económica, distinta a la puramente formal o jurídica de la LME. Además de ello, la nueva regulación pone de relieve un problema de antaño en esta materia que consiste en considerar de forma estática y aislada cada una de las operaciones que regula en relación con otros fenómenos conexos y necesarios; esto quiere decir que en general las operaciones de reestructuración, además de ser tales, son transversales a otros supuestos societarios como la constitución de nuevas sociedades, el aumento o disminución de capital, o la modificación y sustitución del objeto social, por lo que hay una tendencia generalizada a anular la aplicación de las normas del régimen general, lo que implica una interpretación aislada y autónoma de preceptos clave de la LME, sin tener en consideración el derecho español y comunitario sobre sociedades mercantiles.

Por último, la intención de unificación que trae consigo esta ley se perfila un poco difusa, cuando dentro del mismo estatuto se observan dos grupos de regulación, a saber, por un lado, las normas relativas a las operaciones en sociedades anónimas o comanditas por acciones, y por el otro, las sociedades de responsabilidad limitada o de otro tipo, diferenciación que es clara en materia de garantías a los socios de las compañías intervinientes en las operaciones, ya que en el trámite legislativo de la norma se concluyó que aquellas no podrían ser de la misma naturaleza para los dos tipos societarios, debido a que las sociedades de responsabilidad limitada tienen un matiz mucho más personalista y con relaciones más directas entre los socios que las sociedades anónimas, lo que demanda una regulación especial para cada supuesto.

¹⁸ *Ibíd.*, pp. 21-28.

En relación con el segundo objetivo de ampliar el ámbito de las operaciones, efectivamente se consigue cuando se extiende el espectro de los supuestos de transformación, se incluye como supuesto de modificación el cambio del domicilio social de una sociedad española al extranjero o de una sociedad extranjera a España, se incluyen como una modalidad de escisión los supuestos de la segregación impropia, y se incorpora como figura autónoma la cesión global de activo y de pasivo, operaciones que ya no implican el tradicional cambio de la posición subjetiva de los socios como partícipes del capital social, sino que afectan directa y principalmente al patrimonio del que es titular la sociedad, tal y como ocurre con las operaciones de segregación y la cesión de activo y pasivo no liquidatoria.

A pesar de lo anterior, es extraña la ausencia de una definición de “operaciones de modificación estructural”, expresión utilizada apenas en el rótulo de la ley y que al parecer sirve para cobijar en un solo cuerpo normativo las operaciones que se han catalogado de esta forma, lo que conduce a que solo se puedan tener como tales las operaciones allí recogidas y a que no tenga cabida la aplicación analógica de este cuerpo normativo. Sin embargo, GONZÁLEZ-MENESES y ÁLVAREZ¹⁹ afirman que se impone por la doctrina la tarea de buscar un hilo conductor que permita identificar el rasgo que caracteriza a las operaciones así clasificadas para sostener de forma adecuada la viabilidad de la aplicación de estas normas a otros supuestos que al parecer la misma ley ha buscado eludir en su regulación. La alusión más cercana que a la operación estructural trae la ley se halla en el Preámbulo de la misma cuando establece que “la importancia de la Ley se manifiesta en la unificación y en la ampliación del régimen jurídico de las denominadas modificaciones estructurales, entendidas como aquellas alteraciones de la sociedad que van más allá de las simples modificaciones estatutarias para afectar a la estructura patrimonial o personal de la sociedad, y que, por tanto, incluyen la transformación, la fusión, la escisión y la cesión global de activo y pasivo”; de manera que el radio de acción se circunscribe a las alteraciones de la estructura patrimonial o personal de la sociedad, lo que en términos prácticos podría referirse a un sinnúmero de situaciones que van más allá de las previstas de la LME. Atadas a este tema se presentan dos cuestiones vitales: ¿las normas previstas en la LME son de carácter imperativo?, y, ¿las operaciones consagradas en este cuerpo normativo hacen las veces de *numerus apertus*?

La LME no trae consigo una definición de modificación estructural que contenga un denominador común de las operaciones reguladas por el mismo cuerpo, lo que indudablemente se traduce en la ausencia de un régimen general de las operaciones aplicable de forma indistinta a cualquier modificación. Como se

¹⁹ *Ibíd.*, pp. 31-32.

mencionó con anterioridad, en la exposición de motivos de la LME se acoge una escueta definición que no posee fuerza vinculante sino más bien es una herramienta que permite al intérprete entender y dar cierto alcance a la finalidad que quiso desplegar el legislador con la elaboración de esta ley.

Desde un punto de vista jurídico, la noción de modificación estructural no puede reducirse a una modificación estatutaria relevante que afecta la estructura de la sociedad ya sea patrimonial o corporativamente, ni tampoco a un procedimiento particular, puesto que la incorporación de este es una consecuencia de aquellas a favor de la protección de ciertos intereses relevantes que están en juego. El concepto habrá de fijarse, de acuerdo con ÁLVAREZ SÁNCHEZ²⁰, a partir de la abstracción de la nota común que cada una de las operaciones tiene en la LME en el régimen de la ley, tarea que no resulta fácil si se atiende a las dos clases de operaciones que se encuentran en la ley: el cambio de estatus jurídico de la persona jurídica y la transmisión con sucesión universal de la totalidad del patrimonio social o el bloque de una parte de aquel que forme una unidad económica. Sin embargo, la segunda particularidad nos puede dar un indicio de una nota característica: las modificaciones estructurales implican un cambio sustancial en la titularidad del patrimonio que experimenta la sociedad que atraviesa por una operación de modificación; este cambio repercute de forma directa en las relaciones internas de la sociedad y de esta con los acreedores y afecta la conformación jurídica de la misma.

Pues bien, tal como ha sido elaborada la LME, la realización de cada una de las operaciones está precedida por una serie de requisitos y procedimientos que no son los usuales en las operaciones societarias, por lo que la normatividad se torna más rigurosa e, insistimos, garantista de los intereses en juego, lo que permite concluir su carácter imperativo, que no solo implica que ante un supuesto de hecho particular no es posible evadir la aplicación de la norma, sino que en términos formales y procesales tampoco es posible modificar las exigencias allí establecidas; solo de este modo podrá conseguirse lo que de otra manera sería más engorroso: la secesión universal y la toma de decisiones no unánimes pero sí por mayorías calificadas.

De esta forma, pese a que de manera específica ninguna de las normas de la LME determina la imperatividad del régimen, del estudio sistemático del cuerpo se concluye que ello es así; es decir, los procedimientos allí establecidos son de mandatorio cumplimiento para generar la eficacia de cada una de las operaciones:

²⁰ Álvarez Sánchez, M, “La Ley de Modificaciones Estructurales y el Concepto de Modificación Estructural”, *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Rodríguez Artigas, F. (dir.), Arazandi, 2009, pp. 39-86, acá pp. 72-75.

el frecuente uso de verbos imperativos (“deberá”, “adoptará”, “habrá”) así permite concluirlo, además de la previsión del art. 47.1 que condiciona la impugnabilidad de las operaciones (salvo la del traslado internacional de domicilio social) a que las operaciones se hayan realizado conforme a las previsiones de la ley, y la del art. 101 que condiciona el Registro Mercantil del traslado de domicilio a que se hayan cumplido todos los actos y trámites que deben realizarse para la conclusión de esta operación.

El carácter imperativo se proyecta, por un lado, en la obligación de atender de forma exclusiva las normas previstas en la ley para cada una de las operaciones, y por el otro, en la prohibición de esquivar la aplicación de la ley ante una aparente atipicidad frente a las operaciones allí reguladas.²¹

La insistente discusión que se forjó en el seno de la elaboración de la ley, sobre la posibilidad de extender la aplicación de los preceptos de la LME a supuestos de operaciones con morfología y finalidad similares a las de las figuras propuestas en este cuerpo normativo, se decantó positivamente en la etapa del proyecto, aunque sin conjurar de forma exitosa el presupuesto para ello, el alcance y sus efectos de cara a la ley.

Sin embargo, debido a que la ley en su redacción actual no cuenta con una norma específica, como sucede con la *UmwG* alemana sobre la materia, en la que se prohíba la aplicación analógica de sus preceptos, habrá que acudir a las normas interpretativas del Código Civil en las que, de acuerdo a lo previsto en el art. 3, la analogía está permitida siempre que: no haya una norma expresa que lo prohíba, como en este caso; exista una identidad de razón en los supuestos no regulados con el régimen a aplicar de forma analógica, y no se contravenga el orden público, la moral ni se perjudiquen los intereses de terceros.

La posibilidad de una aplicación analógica dependerá del análisis comparativo que se haga del procedimiento a seguir para la operación de modificación estructural, los requisitos y efectos de la operación, y si hay o no instrumentos específicos de protección de socios, acreedores y terceros. Además, por razones obvias, habrá de atenderse a si la atipicidad es total o relativa, ya que en el primer caso, al no existir una identidad de razón suficiente, no procedería la aplicación analógica de las normas. Cuando se trata de atipicidades relativas, en aquellos casos en los que nos enfrentamos a dos operaciones reguladas en el ámbito de la LME, salvo en el caso de una remisión expresa al régimen general de la fusión, no será posible la aplicación analógica de las normas so pretexto de colmar una aparente laguna jurídica precisamente por la imperatividad de estos preceptos; por otro

²¹ *Ibíd.*, pp. 54-55.

lado, la aplicación analógica tendría cabida si en virtud de la autonomía de la voluntad se ha pactado dentro de los órganos societarios la aplicación de las normas procesales típicas a una operación que no está cobijada dentro de las descritas en el art. 1 LME.²²

Finalmente, en lo relativo a la simplificación procedimental²³ es posible percibir este propósito cuando en las modificaciones de las sociedades de responsabilidad limitada acordadas de forma unánime por la junta general es posible proceder sin que medie el proyecto de la operación o el balance; la flexibilidad de la antigüedad de los balances contables; la posibilidad de omitir el acuerdo de la junta en algunas fusiones; la posibilidad de omitir el informe del experto independiente cuando las decisiones se tomen por unanimidad de las juntas de todas las sociedades implicadas en las operaciones de fusión o escisión, entre otras cuestiones. Para llegar a este punto fue necesario mantener indemnes los intereses de dos grupos principalmente, el de los socios y el de los acreedores; como es sabido, el sistema de las operaciones se ha construido, por un lado, sobre la idea de mantener para el socio una situación similar o equivalente a la que ostentaba antes de realizarse la operación de que se trate, y por el otro, sobre la facultad obstativa de la eficacia de la operación que tienen los acreedores mientras sus créditos sean satisfechos o garantizados.

Expuesto el desarrollo europeo y español del ámbito de las operaciones de modificación, corresponde iniciar el estudio del objeto de este trabajo, el régimen de tutela de los socios de las sociedades anónimas no cotizadas y de responsabilidad limitada.

II. Régimen general de tutela

1. Principio de continuidad y proporcionalidad

1.1. Concepto y proyección

El régimen de protección de los socios en las operaciones de reestructuración societaria reposa de forma general sobre las normas que promueven el principio de continuidad de la participación social y la regla de asignación proporcional de las acciones o participaciones sociales, y de forma particular sobre las normas del

²² *Ibíd.*, pp. 56-59.

²³ González-Meneses, García-Valdecasas y Álvarez, *ob. cit.*, p. 42.

sistema de información previstas para la etapa de formación del acuerdo, la solicitud de consentimiento previo a ciertos sujetos especiales, el derecho de separación y los mecanismos de impugnación.

El principio de continuidad, junto con el de proporcionalidad, está previsto inicialmente para la fusión y es aplicable a la escisión por la remisión que realiza el art. 73.1; se encuentra consagrado en el art. 24.1 LME y reza: “Los socios de las sociedades extinguidas se *integrarán* en la sociedad resultante de la fusión, recibiendo un número de acciones o participaciones, o una cuota, *en proporción* a su respectiva participación en aquellas sociedades” (cursiva fuera de texto). De esta forma se pretende proteger al socio para que en virtud de la operación de que se trate no pueda ser excluido de participar como tal en la sociedad resultante.

El principio de proporcionalidad, que tutela que el valor de la participación social y la participación misma no se alteren a causa del tránsito patrimonial que se produce de una sociedad a otra debido a la operación de modificación, ha sido la fórmula empleada por el legislador desde 1989, con la desaparición del derecho de separación del socio, para darle prioridad al interés social y a la viabilidad de la operación de reestructuración, obviando los casos de modificaciones estructurales que sí lo permiten (transformación, fusión transfronteriza y traslado internacional de domicilio) o aquellos casos en que se ha pactado su ejercicio en los estatutos o en otras formas contractuales.²⁴

La proyección de estos principios se establece, de acuerdo a CORTÉS DOMÍNGUEZ y PÉREZ TROYA, en, primero, el deber de la sociedad de otorgar acciones o cuotas a los socios con el mismo contenido de derecho que las que tenían en las sociedades que se extinguen, y de modificarse las condiciones se exigirá el consentimiento de los socios afectados; segundo, el mantenimiento del régimen de transmisión de las acciones o participaciones, sin olvidar la posibilidad que establece el art. 346.2 TRLSC²⁵ en relación con las causas legales de separación; tercero, la obligación de obtener el consentimiento de los interesados

²⁴ Yanes Yanes, P., “La tutela del socio en la escisión: continuidad de la participación, proporcionalidad asignativa y relación de canje”, en AA.VV., *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Rodríguez Artigas, F. (dir.), Aranzadi, 2009, pp. 527-552, acá p. 533.

²⁵ “Artículo 346. Causas legales de separación:

“2. En las sociedades de responsabilidad limitada tendrán, además, derecho a separarse de la sociedad los socios que no hubieran votado a favor del acuerdo de modificación del régimen de transmisión de las participaciones sociales”.

cuando hayan de entregarse en el desembolso acciones que no están plenamente desembolsadas cuando sí los estén las que se amorticen; y por último, la subsistencia de las prestaciones accesorias de las que eran titulares los socios de las sociedades que se extinguen.²⁶

Por regla general el principio prevé la participación en todas y cada una de las sociedades beneficiarias en la misma proporción en que participaban en las sociedades originarias, y no parece desdibujar este precepto el que las participaciones de los socios sean desiguales en las sociedades beneficiarias, esto siempre que de forma global se conserve dicha proporcionalidad; en el caso de la escisión, de acuerdo a lo previsto por el art. 76, si existe consentimiento previo de los afectados, podrían no atribuirse a todos los socios de la sociedad que se escinde acciones, cuotas o participaciones en las beneficiarias. Como se verá más adelante, este principio deberá ser aplicado teniendo en cuenta el régimen que se ha previsto para los socios industriales y para los titulares de derechos especiales²⁷.

Las paridades que demanda tanto el principio de continuidad como el de proporcionalidad se reflejan externamente en la relación de canje entre las sociedades que participan en la operación, e internamente, en el mantenimiento de la relación socio-sociedad que no debe perderse como producto de la operación; de ahí que se demande una igualdad de trato²⁸ a los socios, de forma

²⁶ Cortés Domínguez, L.J. y Pérez Troya, A., *Fusión de sociedades*, Thomson/Civitas, 2008, pp. 445-449.

²⁷ Muñoz Pérez, A.F., “La escisión”, en AA.VV., *Transmisiones de empresas y modificaciones estructurales de sociedades*, Beneyto, J.M. et al. (dirs.), Bosch, 2010, pp. 387-441, acá p. 431.

²⁸ El art. 50 bis TRLSC establece el principio de igualdad de trato como el deber de la sociedad de dar un trato igual a los accionistas que se encuentren en condiciones idénticas. Este principio implica el deber de la sociedad de tratar por igual a quienes en idéntica posición se encuentran, tanto en los derechos como en las obligaciones de los socios. Tal como lo señala GARRIDO DE PALMA, “estamos en fin ante un principio que encauza y delimita la posición jurídica de los socios a la vez que las atribuciones de los órganos sociales (ante eventuales arbitrariedades). Sin merma de la autonomía de la voluntad, sin desconocer que – cumpliendo los requisitos legales– sean posibles las acciones privilegiadas”. A propósito ver Garrido de Palma, V.M., “Modificaciones en las leyes de Anónimas y Limitadas”, en AA.VV., *La Ley 3/2009 de las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Ansón Peironcely, R. et al. (dirs.), Civitas Thomson, 2009, pp. 227-246.

que la distribución de las acciones de la sociedad resultante entre los socios de las extinguidas debe hacerse de manera proporcional a su participación en ellas, lo que no implica la exigencia de mantener una proporcionalidad numérica o cuantitativa idéntica a la que se tenía en la sociedad extinguida, ni que el valor contable de las acciones devenga inalterable.

La columna vertebral de los principios de continuidad y participación es la relación de canje que debe tenerse en cuenta al momento de idear la operación; esta, en términos de MUÑOZ PÉREZ, es la relación aritmética con arreglo a la cual se determina la participación en el capital o en el patrimonio de las sociedades beneficiarias a la que tendrían derecho los socios de la sociedad originaria. Esta relación se expresa con la proporción que vincula las acciones, participaciones o cuotas de la sociedad originaria con las participaciones, acciones o cuotas de la sociedad beneficiaria. La relación de canje en sí misma debe seguir ciertas pautas, pues su valor debe ser positivo, lo cual significa que el valor de los activos transmitidos deberá ser superior al pasivo que lo acompaña en virtud de la operación; de ahí la necesidad de una valoración global del patrimonio de la sociedad originaria, tal como lo afirma el art. 25 LME: “En las operaciones de fusión el tipo de canje de las acciones, participaciones o cuotas de las sociedades que participan en la misma debe establecerse sobre la base del *valor real* de su patrimonio” (cursiva fuera de texto); *valor real* que habrá de ser determinado no solo con la información que contengan los balances ordinarios de las sociedades o el balance de fusión, sino teniendo en cuenta que este es un patrimonio organizado en funcionamiento, que exige considerar para su determinación el fondo de comercio y los factores dinámicos relacionados con las expectativas positivas y negativas de la operación.²⁹

De la paridad externa a la que hemos hecho referencia depende el grado de dilución de cada participación social originaria, y por su importancia es muchas veces fuente de discrepancias y conflictos que entorpecen el desarrollo ordinario de la operación o que, en sede de impugnación, pueden afectar su validez. El tipo de canje, se reitera, exige establecer cuál es la trascendencia que se asigna a cada una de las sociedades participantes en relación con todas las demás, pues las operaciones de fusión y escisión llevan consigo la transferencia de elementos patrimoniales y de las posiciones de socio, por lo que no debe perderse de vista que la determinación de esta paridad ha de realizarse teniendo como marco la satisfacción del interés general; de este parámetro se deriva la distribución de recursos del complejo unificado, incluyendo sus expectativas de beneficio futuro entre los socios de todas las sociedades, lo que exige la determinación de un tipo de canje *justificado*, motivo por el cual es un aspecto integrante de los informes

²⁹ Pérez Troya, ob. cit., p. 182.

tanto de los administradores como de los expertos independientes que conforman cada uno de los proyectos, tal como lo se verá en el próximo acápite. De esta forma el legislador no deja escapar la exigencia de que el tipo de canje responda a criterios de pertinencia y razonabilidad, que excluyen por un lado que se trate de una determinación arbitraria y por otro, que sea producto de una declaración de la mayoría de los socios.³⁰

La paridad interna tiene una doble proyección, por un lado la llamada proporcionalidad asignativa o nominal, por el otro, la proporcionalidad cuantitativa. La primera es una forma de manifestar la paridad de trato a los socios en las sociedades de capital y está íntimamente relacionada con el principio de continuidad al que ya se ha hecho referencia; en esta acepción la proporcionalidad vendrá referida a la participación porcentual que el socio tenía en la sociedad extinguida. El art. 69 LME, al referirse a la escisión total, establece que los socios recibirán “un número de acciones, participaciones o cuotas de las sociedades beneficiarias proporcional a su respectiva participación en la sociedad que se escinde”, y en el mismo sentido el art. 70.1 prevé, sobre la escisión parcial, que los socios reciban “de la sociedad que se escinde un número de acciones, participaciones o cuotas sociales de las sociedades beneficiarias de la escisión proporcional a su respectiva participación en la sociedad que se escinde y reduciendo ésta el capital social en la cuantía necesaria”; de forma más general, el art. 76 reitera en estos términos el postulado: “En los casos de escisión total o de escisión parcial con pluralidad de sociedades beneficiarias, siempre que no se atribuyan a los socios de la sociedad que se escinde acciones, participaciones o cuotas de todas las sociedades beneficiarias, será necesario el consentimiento individual de los afectados”.

La proporcionalidad cuantitativa implica la necesidad de vincular al socio en la sociedad beneficiaria con una participación de acciones, participaciones o cuotas en proporción a lo que poseía en la sociedad originaria, situación reflejada aritméticamente en la relación de canje que debe plasmarse desde una etapa temprana en el proceso de reestructuración; de este modo, los socios de la sociedad extinguida deben recibir, como remuneración a las aportaciones patrimoniales de aquella, un número de acciones o una participación de las sociedades beneficiarias que se corresponda porcentualmente con el valor patrimonial que tenía la participación del socio en la sociedad originaria.³¹ En este sentido el art. 74.2 establece que en el proyecto de escisión deberá constar “[e]l reparto entre los socios de la sociedad escindida de las acciones, participaciones

³⁰ Pérez Troya (1998), ob. cit., pp. 183-185.

³¹ Guasch Martorell, ob. cit., p. 169.

o cuotas que les correspondan en el capital de las sociedades beneficiarias, así como el criterio en que se funda ese reparto. No procederá esta mención en los casos de segregación”, pese a que nada se dice de forma expresa en lo relativo a dicha proporcionalidad cuantitativa en la ley. Ahora bien, una interpretación sistemática de los arts. 5.2 y 22.5 de la Sexta Directiva permite deducirla, ya que los mismos establecen respectivamente, por un lado, el derecho de separación a favor de los socios de la sociedad escindida cuando el reparto de las acciones, participaciones o cuotas no sea proporcional, y por el otro, la dispensa de los expertos independientes de realizar el informe sobre las aportaciones no dinerarias cuando las acciones, cuotas o participaciones hayan quedado asignadas de forma proporcional en la sociedad beneficiaria de la escisión en relación con la que se escinde³².

La mencionada proporcionalidad no se aplicará en los supuestos de segregación ni al de constitución de sociedad íntegramente participada mediante transmisión del patrimonio de que trata el art. 72 LME. Como se desprende de la naturaleza de estas figuras, dicha proporcionalidad no se designará por ser la sociedad de la cual se predica la operación la que recibirá la titularidad de las acciones, cuotas o partes de interés de la sociedad receptora.

Pese a la descripción más o menos rígida que hasta ahora se ha hecho del tema, la LME concibe cierta flexibilidad del principio de proporcionalidad con las llamadas contraprestaciones mixtas, en virtud de las cuales, según lo dispuesto en el art. 25.2 LME, “[c]uando sea conveniente para ajustar el tipo de canje, los socios podrán recibir, además, una compensación en dinero que no exceda del diez por ciento del valor nominal de las acciones, de las participaciones o del valor contable de las cuotas atribuidas”; sin embargo, esta compensación no está desprovista de tutela ya que debe estar contenida en el proyecto de fusión (por remisión también en el de escisión), además de ser explicada y justificada tanto en el informe de los administradores como en el del experto independiente.³³

Esta situación, como es natural, se produce ante la imposibilidad de establecer un canje de valores en números enteros, lo que en la doctrina se conoce como los “picos” o “altos”, de manera que el carácter compensatorio de estas sumas de dinero logra salvar la dificultad técnica en la que, de acuerdo a PÉREZ TROYA, subyace un conflicto de intereses:

³² Yanes Yanes, ob. cit., p. 536.

³³ *Ibíd.*, p. 540.

El de la mayoría, favorable a la realización de la fusión, y el interés individual de los socios a continuar como tales en la sociedad resultante. Posibilitando la entrega de una compensación dineraria, el conflicto se resuelve haciendo prevalecer el interés social, representado por la decisión de la junta favorable a llevar a efecto la operación, sobre el derecho de los socios a la “continuidad de las participaciones”. Esa preeminencia sobre el interés individual de los socios, que deslegitima un derecho de veto del socio disconforme e impide la impugnación de la operación en base a ese motivo, se ha entendido tradicionalmente condicionada en razón de la funcionalidad de la compensación –resolver el problema de los restos–, impidiendo, así, alterar de manera innecesaria la continuidad del socio. Asimismo, a fin de no desnaturalizar tal continuidad ni la concentración de recursos a la que obedece la fusión, su admisión se entendía subordinada a la circunstancia de que la compensación fuera de escasa entidad. Se trataba pues de encontrar una ponderada solución al conflicto subyacente.³⁴

En este sentido, la redacción de la norma tal como está consignada en el texto de la ley limita en un doble sentido la compensación dineraria; en efecto, por un lado, se podrá acudir a ella solo cuando sea conveniente para ajustar el tipo de canje, y por el otro, no podrá representar un valor superior al 10% del valor nominal de las acciones, participaciones o cuotas distribuidas. La primera exigencia es particular del sistema español, a diferencia de la norma que en sentido similar ha sido prevista tanto en la Tercera Directiva como en otros ordenamientos. En primera instancia, es mucho más flexible que aquella redacción que proponía realizar la compensación cuando fuere “necesario”. La “conveniencia” ha sido interpretada por algunos como la posibilidad de echar mano de esta compensación, además de los casos en los que el ajuste matemático lo exija, cuando haya paridad en la relación de canje, o no exista un problema de picos o restos, pues en un sentido u otro, su uso está limitado cuantitativamente; mientras que otro sector de la doctrina lo ha entendido como la posibilidad de entregar una suma de dinero, existiendo otras alternativas para solucionar la imperfección, pero sin descartar la existencia misma de los picos o altos.³⁵

³⁴ Pérez Troya, ob. cit., p. 218.

³⁵ *Ibíd.*, pp. 220 ss.

Ahora bien, la realidad del contexto societario puede traer consigo algunos supuestos que deberán ser tratados de forma particular por los intérpretes jurídicos. Piénsese en el caso en el que los socios de la sociedad originaria no poseen el número de acciones, participaciones o cuotas necesarios para poder realizar una operación de canje con estos mismos títulos en la sociedad beneficiaria, en cuyo caso será imprescindible contar con su consentimiento para darle curso a la operación y de esta forma evitar la exclusión *de facto* de aquel, lo que incentivaría la búsqueda de soluciones por la compañía que tiendan a agrupar las acciones, participaciones o cuotas para que el canje sea viable, la atribución de aquellas en régimen de copropiedad con otros socios en la sociedad beneficiaria, o la realización de la participación social, para mencionar apenas algunas salidas.³⁶

Atadas al esquema anterior están las disposiciones de los arts. 79 y 30.2, que exigen a los administradores especificar las modificaciones patrimoniales que se hayan presentado con posterioridad a la elaboración del proyecto de fusión o escisión y que afecten la relación de canje, e imponen la obligación a los mismos de abstenerse de realizar cualquier acto o celebrar cualquier contrato en detrimento de la aprobación del proyecto o que modifique la relación del tipo de canje.³⁷

1.2. La tutela en el caso de ciertos sujetos especiales

Debido a que el objetivo de los principios a que se ha hecho referencia es el de nutrir el sistema en general, es preciso hacer una breve referencia a la proyección de estos principios en los casos de los socios industriales, los titulares de acciones no ordinarias y los titulares de derechos especiales.

El art. 24.2 prevé:

En el caso de una sociedad con uno o más socios industriales que se fusione en otra en la que no puedan existir tales socios, la participación de éstos en el capital de la sociedad resultante de la fusión se determinará atribuyendo a cada uno de ellos la participación en el capital de la sociedad extinguida correspondiente a la cuota de participación que le hubiera sido

³⁶ Yanes Yanes, ob. cit., p. 542.

³⁷ Muñoz Pérez, ob. cit., pp. 431-433.

asignada en la escritura de constitución, o en su defecto, la que se convenga entre todos los socios de dicha sociedad, reduciéndose proporcionalmente en ambos casos la participación de los demás socios.

De esta forma se protege al socio industrial exigiendo que se mantenga la participación que le fue asignada en la escritura de constitución de la sociedad originaria, de existir, o la que haya sido convenida por todos los socios, caso este último que implicará la necesaria reducción de la participación de los socios restantes.

El apartado final del numeral 2 continúa esta tendencia proteccionista cuando establece que en el supuesto en el que subsista la obligación personal del socio en la sociedad resultante de la fusión, será necesario contar con su consentimiento y de no poder vincularse como socio industrial, deberá vincularse bajo la figura de la prestación accesoria.³⁸

En lo que atañe a los titulares de acciones sin derecho a voto, la LME no trae a colación una norma que de forma específica se refiera a ello, por esto resulta necesario acudir al TRLSC que en el art. 92.3 prevé: “Toda modificación estatutaria, que lesione directa o indirectamente los derechos de las acciones sin voto, exigirá el acuerdo de la mayoría de las acciones pertenecientes a la clase afectada”; como resulta obvio, los titulares de estas acciones ostentan a su favor todos los derechos que otorga tal calidad, salvo el derecho a votar en los acuerdos de la Junta General, razón por la cual no podrán emitir el sentido de alguna decisión cuando se trate de aprobar cualquiera de las operaciones de modificación estructural que desarrolla la LME.

Teniendo en cuenta, primero, que los socios titulares de acciones sin derecho a voto son destinatarios del derecho general de información, lo que les permite tener acceso a los documentos que hacen parte del contenido material de esta prerrogativa, para de esta forma evaluar la conveniencia o no de la operación en general, y segundo, los lineamientos generales del art. 92.3 TRLSC, se puede concluir que los supuestos de hecho que otorgarán de forma temporal la potestad de ejercer el voto a esta clase especial de acciones serán aquellos en los que la operación de modificación lesione los derechos preferentes de los que son titulares estos socios de acuerdo al art. 91 TRLSC³⁹, cuando el valor patrimonial

³⁸ González-Meneses, García-Valdecasas y Álvarez, ob. cit., p. 145.

³⁹ “Artículo 91. Derechos preferentes.

de su participación sea disminuido una vez se realice la modificación, o en el caso en que no adquieran la condición de socio en las sociedades beneficiarias. Si esta clase de socios no son llamados a pronunciarse, la operación estará viciada de nulidad; en caso de que se pronuncien en forma negativa, el proceso quedará

“1. Los titulares de acciones sin voto tendrán derecho a percibir el dividendo anual mínimo fijo o variable, que establezcan los estatutos sociales. Una vez acordado el dividendo mínimo, los titulares de las acciones sin voto tendrán derecho al mismo dividendo que corresponda a las acciones ordinarias.

“Existiendo beneficios distribuibles, la sociedad está obligada a acordar el reparto del dividendo mínimo a que se refiere el párrafo anterior.

“En caso de sociedades no cotizadas, de no existir beneficios distribuibles o de no haberlos en cantidad suficiente, la parte de dividendo mínimo no pagada deberá ser satisfecha dentro de los cinco ejercicios siguientes. Mientras no se satisfaga el dividendo mínimo, las acciones sin voto tendrán derecho en igualdad de condiciones que las acciones ordinarias y conservando, en todo caso, sus ventajas económicas.

“2. Las acciones sin voto no quedarán afectadas por la reducción del capital social por pérdidas, cualquiera que sea la forma en que se realice, sino cuando la reducción supere el valor nominal de las restantes acciones. Si, como consecuencia de la reducción, el valor nominal de las acciones sin voto excediera de la mitad del capital social desembolsado, deberá restablecerse esa proporción en el plazo máximo de dos años. En caso contrario, procederá la disolución de la sociedad.

“Cuando en virtud de la reducción del capital se amorticen todas las acciones ordinarias, las acciones sin voto tendrán este derecho hasta que se restablezca la proporción prevista legalmente con las acciones ordinarias.

“3. Las acciones sin voto conferirán a su titular el derecho a obtener el reembolso del valor desembolsado antes de que se distribuya cantidad alguna a las restantes acciones en caso de liquidación de la sociedad.

“4. Redacción según Ley 50/1998, de 30 de diciembre. Respecto del derecho de suscripción preferente de los titulares de acciones sin voto, así como de la recuperación del derecho de voto en caso de no satisfacción del dividendo mínimo y en el carácter no acumulativo del mismo, en el caso de sociedades cotizadas se estará a lo que dispongan sus estatutos”.

paralizado hasta que los administradores propongan salidas que satisfagan los intereses de los mismos.⁴⁰

En lo relativo a los titulares de acciones privilegiadas –debido a que estos accionistas sí cuentan con la posibilidad de pronunciarse en la Junta General que habrá de aprobar la operación de modificación– se tendrán las mismas consideraciones que en el caso de los titulares de acciones ordinarias. Cuando la operación vaya en menoscabo de los privilegios a ellos reconocidos, debido a la lesión directa o indirecta de sus intereses, y en la sociedad resultante no se reconozcan derechos equivalentes, será menester contar con el consentimiento de los accionistas que pertenezcan a la clase afectada,⁴¹ según lo previsto en el art. 41.2 LME, salvo que la modificación de estos derechos hubiese sido aprobada por la asamblea de esos titulares, regla que aplica de manera análoga para los titulares de derechos especiales distintos de las acciones o participaciones.

III. Régimen especial de tutela

1. Derecho de información

Desde la promulgación de la Tercera Directiva el derecho de información de los socios se ha convertido en la pieza clave del sistema de protección de los mismos, que no solo se ha erigido como una facultad de sus titulares para acceder a ciertos documentos⁴², sino que se ha integrado en una serie de cargas y obligaciones que

⁴⁰ Guasch Martorell, ob. cit., pp. 176-179.

⁴¹ *Ibíd.*, pp. 179-180.

⁴² El art. 30 LME establece: “1. Antes de la publicación del anuncio de convocatoria de las juntas de socios que hayan de resolver sobre la fusión o de la comunicación individual de ese anuncio a los socios, los administradores deberán insertar en la página web de la sociedad, con posibilidad de descargarlos e imprimirlos o, si no tuviera página web, poner a disposición de los socios, obligacionistas, titulares de derechos especiales y de los representantes de los trabajadores, en el domicilio social, los siguientes documentos:

“1. El proyecto común de fusión.

“2. En su caso, los informes de los administradores de cada una de las sociedades sobre el proyecto de fusión.

“3. En su caso, los informes de los expertos independientes.

pesan sobre la sociedad y según las cuales, además de proveer de información a los socios sobre las condiciones de la operación, es necesario que los administradores la justifiquen y expliquen, y que los expertos independientes verifiquen los aspectos más relevantes de la misma. En este sentido, el proyecto de fusión debe considerarse como la piedra angular de los demás documentos y como fuente primaria de los informes que habrán de realizarse sobre la operación; de ahí la necesidad de que esté integrado por unas cláusulas mínimas que contengan los extremos más relevantes de la operación, tal como se explicará en el apartado correspondiente a este tema.⁴³ Además de los proyectos e informes, los socios tendrán la facultad de conocer la radiografía financiera de las sociedades que participan en la operación a través de las cuentas anuales, los informes de gestión de los tres últimos ejercicios y el estado contable.

De la influencia del sistema francés en la concepción del derecho de información que inspiró la Tercera Directiva se desprende la triple dimensión del mismo: primero, se extiende a la etapa previa de la celebración de la asamblea que aprobará o no la modificación; segundo, del régimen resulta exigible la necesidad de que dicha información sea veraz y avalada por un tercero imparcial ajeno a

“4. Las cuentas anuales y los informes de gestión de los tres últimos ejercicios, así como los correspondientes informes de los auditores de cuentas de las sociedades en las que fueran legalmente exigibles.

“5. El balance de fusión de cada una de las sociedades, cuando sea distinto del último balance anual aprobado, acompañado, si fuera exigible, del informe de auditoría o, en el caso de fusión de sociedades cotizadas, el informe financiero semestral por el que el balance se hubiera sustituido.

“6. Los estatutos sociales vigentes incorporados a escritura pública y, en su caso, los pactos relevantes que vayan a constar en documento público.

“7. El proyecto de escritura de constitución de la nueva sociedad o, si se trata de una absorción, el texto íntegro de los estatutos de la sociedad absorbente o, a falta de estos, de la escritura por la que se rija, incluyendo destacadamente las modificaciones que hayan de introducirse.

“8. La identidad de los administradores de las sociedades que participan en la fusión, la fecha desde la que desempeñan sus cargos y, en su caso, las mismas indicaciones de quienes vayan a ser propuestos como administradores como consecuencia de la fusión”.

⁴³ Pérez Troya, ob. cit., pp. 322-325.

todo el andamiaje de la modificación estructural, y por último, el diseño de los mecanismos de publicidad del plan con anterioridad a la aprobación de la operación.⁴⁴

De forma tradicional el derecho de información que ostentan los socios se ha ceñido a la necesidad de proveer un conocimiento exhaustivo a aquellos sobre las condiciones de la operación para permitirles ejercer de forma consciente y fundamentada el derecho de voto: de ahí que el sistema informativo se estructure y encuentre su justificación en la etapa previa de la operación; sin embargo, dicha afirmación resulta incapaz de justificar, primero, cómo los titulares de acciones, cuotas o participaciones sin derecho a voto son beneficiarios de este derecho de información en la misma magnitud y en las mismas condiciones de quienes sí ejercen el voto, ya que, tal y como se desprende del art. 102 TRLSC, las participaciones sociales y las acciones sin voto atribuirán a sus titulares los demás derechos de las ordinarias, lo que incluye el derecho a la información; y segundo, el supuesto en que aun teniendo derecho al voto se encuentran privados de este por sanción legal o régimen estatutario.

Aunado al razonamiento anterior, que el art. 39 LME extienda dicho derecho de información a los obligacionistas, titulares de derechos especiales, y representantes de los trabajadores; que el art. 42 LME releve del informe de los administradores y de la publicación y depósito de los documentos sobre los cuales la ley exige tal formalidad, si el acuerdo se toma en junta universal y de forma unánime, o que el art. 50 LME sobre la absorción de sociedad participada al 90% permita la no inclusión de los informes de administradores y de expertos sobre el proyecto de fusión, son indicios que permiten concluir que el sistema informativo contenido en la LME existe para justificar la operación de modificación estructural como fin primario, es un instrumento de control social sobre la decisión de la mayoría, y no únicamente, como de forma fraccionada se ha considerado, una herramienta que dota a los socios de los medios necesarios para emitir en un sentido u otro su decisión; de esta forma se puede afirmar la ruptura del clásico binomio información-voto.⁴⁵

Conviene reflexionar sobre un tema, no menos problemático e íntimamente relacionado con el derecho de información, que resulta de la posibilidad de adoptar en junta universal el acuerdo en que se condensará la operación, ya que ello comporta la supresión del grueso de la fase previa de la modificación estructural al no ser necesario, tal como lo indica el art. 42 LME, publicar o

⁴⁴ *Ibíd.*, p. 330.

⁴⁵ *Ibíd.*, pp. 345-346.

depositar previamente los documentos exigidos por la ley y suprimir el informe de los administradores sobre el proyecto de fusión, lo que podría generar un detrimento a los intereses de los otros sujetos que han de beneficiarse con el sistema de información previsto en la LME, como los obligacionistas, los titulares de derechos especiales y los trabajadores; ello pese a que, en relación con estos últimos, el numeral 2 del art. 42 prevé que los derechos de información de los representantes de los trabajadores sobre la fusión, incluida la información sobre los efectos que pudiera tener sobre el empleo, no podrán ser restringidos por el hecho de que la fusión sea aprobada en junta universal; se insiste, el derecho de información, incluido el aspecto de la publicidad, se ha concebido para proteger los intereses no solo de los socios, sino de los demás sujetos que tienen preocupación por conocer cómo se ha gestado la operación, y preceptos como el anterior rompen este esquema y favorecen intereses de forma parcial.

Ahora, cabe plantearse si es posible que se desarrolle la junta universal sin que se hayan elaborado el proyecto de modificación estructural y los informes en cuestión y en ella se apruebe la totalidad de la operación. Una sana interpretación que responda a un desarrollo lógico de la etapa de preparación de la operación, aunada a la exégesis del art. 42 LME, proporciona una respuesta en sentido negativo, ya que la norma en cuestión excusa del depósito y la publicación del proyecto, no de la existencia misma de este, pues como ha quedado dicho, el proyecto se tiene como fuente de tutela de diversos intereses que no debe ser obviado aun cuando se esté frente a una junta universal; algo similar acontece con el informe de los expertos independientes cuando se trata de controlar la realidad del capital de la sociedad resultante, como se verá de forma más detallada en las siguientes líneas.

Antes de realizar el estudio de la concreción del derecho de información con la exposición de las características de los documentos primarios que lo conforman, a manera de ilustración se hará una breve referencia a la estructura de este derecho en sede de transformación y del traslado internacional del domicilio social.

En la transformación, el art. 9 LME refuerza el derecho de información de los socios acercándolo al régimen previsto para las demás operaciones de modificación, salvo la exigencia del proyecto de transformación, que la ley ha querido omitir, a excepción de aquellos casos en que se trata de una transformación a una SE.

Los titulares del derecho de información son los socios, por lo que no será necesario en aquellos casos en los que medie un acuerdo unánime y universal. El contenido del derecho se refiere a la posibilidad de solicitar la entrega o el envío gratuito de los siguientes documentos:

1. El informe de los administradores en el cual se justifiquen los aspectos jurídicos y económicos de la operación y las consecuencias que tendrá para los socios; especial importancia tiene la información relativa a lo que implica la transformación en materia de toma de decisiones y responsabilidad de los socios. Además de lo anterior deberá señalarse el impacto de género en los órganos de administración, y si es el caso, la incidencia en los temas de responsabilidad social empresarial.
2. El balance y el informe complementario: el balance deberá estar cerrado dentro de los seis meses anteriores a la fecha prevista para la reunión y deberá tener como anexo un informe sobre las modificaciones patrimoniales significativas que hayan surgido con posterioridad a la fecha del primero. En cuanto a la aprobación del balance, la LME señala en el art. 10.2 que deberá realizarse en la misma junta en la que se acuerde la transformación.
3. Informe del auditor: sobre el balance presentado si la sociedad que se transforma está obligada a tener auditoría, en donde bastará con que el auditor emita su concepto, aun si es negativo; cuestión diferente es si se abstiene de realizarlo por falta de información, ya que en tal caso se entenderá que el requisito no ha sido cumplido a cabalidad.
4. El proyecto de escritura social o estatutos de la sociedad que resulte de la operación de transformación y los pactos que consten en el documento público.

Además de la información contenida en los documentos anteriores, el art. 9.2 LME impone la obligación a los administradores de informar a la junta de socios sobre cualquier modificación relevante en el pasivo o activo que haya ocurrido entre la fecha del cierre del balance, la puesta a disposición del informe y la fecha de la reunión de la junta.

Ahora, el art. 9 LME no se refiere de manera especial al informe del experto independiente, lo que no ocurre sino al llegar al art. 18.3 que dispone: “Si las normas sobre la constitución de la sociedad cuyo tipo se adopte así lo exigieran, se incorporará a la escritura el informe de los expertos independientes sobre el

patrimonio social”, de donde es viable concluir que no debe ser uno de los documentos que ha de ser puesto a disposición de los socios, sino que, tal como ha sido concebido, su fin es el de garantizar la cobertura patrimonial, no el de informar a los socios vinculados en la operación de transformación; así, de ser necesario, deberá contener no solo un informe sobre las aportaciones no dinerarias, sino un juicio sobre la cobertura o no del patrimonio respecto al capital social consignado en los estatutos.⁴⁶

En el caso de que haya unanimidad en la junta universal, el art. 9.3 LME dispensa de la exigencia de poner a disposición de los socios los documentos señalados con anterioridad, lo que no implica que no sea necesaria su existencia; debido a que los interesados en esta información son los socios, se entiende que no sea necesario realizar el informe por los administradores; sin embargo, no sucede lo mismo con el balance a que hace referencia el numeral anterior pues, en armonía con lo previsto en el art. 10, tanto el balance como el acuerdo de transformación deberán ser aprobados conjuntamente. En este caso, teniendo en cuenta que sobre los administradores recae la carga de informar a los socios respecto de las modificaciones patrimoniales recientes, la doctrina considera posible que el balance tenga una anterioridad mayor a los 6 meses previstos por el art. 9 LME.

En lo que hace referencia al traslado internacional del domicilio social de una sociedad española inscrita al extranjero, según lo previsto en el art. 93 LME, solo podrá realizarse si el Estado al cual se traslada la sociedad permite que se mantenga la personalidad jurídica de la compañía. Además de lo anterior, antes de convocar la junta de socios que ha de decidir sobre el traslado, deberá haberse registrado, calificado y publicado el proyecto de traslado (art. 95.3), así como el informe de los administradores (art. 96).

Para la aprobación del traslado, cada junta deberá seguir el régimen propio para adoptar los acuerdos generales, además de los requisitos previstos en el art. 98 LME y el régimen de mayorías previsto en la TRLSC. La primera de estas normas prescribe que la convocatoria deberá publicarse en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en uno de los diarios de gran circulación de la provincia en la que la sociedad tenga su domicilio, con dos meses de antelación como mínimo a la fecha prevista para la celebración de la junta, y en lo que respecta al punto que nos interesa, junto con la convocatoria deberá publicarse: el domicilio actual y el domicilio que en el extranjero pretende tener la sociedad, el derecho que tienen los socios y los acreedores de examinar en el domicilio social el proyecto de

⁴⁶ González-Meneses, García-Valdecasas y Álvarez, ob. cit., pp. 70-74.

traslado y el informe de los administradores, al igual que el derecho de obtener gratuitamente, si así lo solicitaren, copias de dichos documentos, el derecho de separación de los socios y el derecho de oposición que corresponde a los acreedores, junto con la forma de su realizar su ejercicio.

Este es un régimen de publicidad e información irrenunciable, que de acuerdo a ECHEBARRÍA SÁENZ establece un mínimo de plazos, métodos de publicidad y contenido del orden del día que no excluyen métodos accesorios que tienen por objeto proveer de información a los socios (notificaciones por correo, información web corporativa, etc.).⁴⁷

Todo el régimen ha sido construido con un espíritu de neutralidad que debería facilitar el que, según el tipo societario de que se trate, se apliquen los preceptos particulares sobre legitimación para convocar, tipificación de la asamblea como ordinaria o extraordinaria, derechos de información, asistencia y participación, entre otros; lo que, a juicio de un reconocido sector de la doctrina, podría generar ciertos inconvenientes que pudieran haber sido salvados de haberse incorporado normas de carácter especial al respecto. En efecto, por ejemplo: en materia de acceso a la información, no tiene la misma facilidad de acceso a esta un socio colectivo o cooperativo que uno de una sociedad de capital; en materia de derecho de asistencia, este puede verse afectado si la sociedad tiene restricciones y estas aún continúan vigentes, y qué decir del régimen de representación para la junta general que se mantiene incólume incluso para este tipo de operaciones, y sin mencionar lo que debió precisarse aún más, esto es, el ejercicio del derecho al voto, ya que no se establecen diferencias, verbigracia, entre los titulares de acciones o participaciones sin voto, los titulares de obligaciones convertibles en acciones y los titulares de derechos especiales, sin excluir a los socios que conforman una minoría y cuyos derechos podrán verse afectados por el traslado de domicilio.

1.1. El balance de la operación

El balance es un documento que refleja la valoración patrimonial de las sociedades que participan en la operación, con el objetivo de determinar de manera adecuada el tipo de canje, y en los supuestos de fusión por absorción, adecuar los patrimonios aportados a la cifra de capital que se ampliará en las

⁴⁷ Echebarría Sáenz, J.A., “Fase decisoria. Tutela de los intereses de socios y acreedores”, en AA.VV., *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Rodríguez Artigas, F. (dir.), Aranzadi, 2009, pp. 227-246, p. 95.

sociedades absorbentes. Será realizado por los administradores de cada sociedad que interviene en la operación, y, de acuerdo a lo previsto por el art. 36 LME, podrá ser utilizado como balance el último balance de ejercicio que hubiere resultado aprobado solo si fue cerrado dentro de los seis meses anteriores a la fecha del proyecto de fusión; así las cosas, el balance anual podrá ser usado para estos fines si la fecha del proyecto está comprendida dentro de los seis primeros meses del ejercicio ordinario, y en caso contrario será necesario elaborar un balance con este fin específico y que tendrá que estar cerrado con fecha posterior al primer día del tercer mes precedente a la fecha del proyecto de fusión, siguiendo los mismos métodos y criterios de presentación del último balance anual.

Sin embargo, para GUASCH MARTORELL⁴⁸ el uso del balance ordinario del ejercicio como balance de la operación difícilmente contiene las valoraciones actualizadas de las diferentes partidas del balance, y además no cumple con la función informadora según la cual se debe realizar una valoración *ad hoc* que cuantifique el valor económico de las aportaciones patrimoniales transferidas. Y la misma suerte corre el balance que se haga con una antelación de tres meses: si, tal como lo prescribe el art. 36 LME, se realiza siguiendo los mismos métodos y criterios del balance anual, para el citado autor, es imperioso incorporar los elementos patrimoniales que han influido en el cálculo de la relación de canje, tales como el *good will*, la posición de la empresa en el mercado, la estructura del sector industrial o comercial en el que incide la producción de la empresa, los derechos de propiedad intelectual y las marcas, entre otros.

Por lo que respecta a la inclusión de modificaciones relevantes, el numeral 2 del art. 36 LME habilita a los administradores para modificar las valoraciones del balance si han ocurrido variaciones relevantes del valor razonable, siempre que no aparezcan en los asientos contables; tal valor razonable, en voces del art. 38 bis.2 C.Co., será aquel que se “calculará con referencia a un valor de mercado fiable. En aquellos elementos para los que no pueda determinarse un valor de mercado fiable, el valor razonable se obtendrá mediante la aplicación de modelos y técnicas de valoración con los requisitos que reglamentariamente se determine”.

Finalmente, en el numeral 3 del art. 36 LME se permite que las sociedades anónimas cotizadas en bolsa cuyos valores estén ya admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en un mercado regulado domiciliado en la Unión Europea puedan utilizar el informe financiero semestral de cada una de ellas exigido por la legislación sobre mercado de valores, siempre que dicho informe hubiere sido cerrado y hecho público dentro de los seis meses anteriores a la

⁴⁸ Guasch Martorell, ob. cit., p. 216.

fecha del proyecto de fusión; este informe deberá ponerse a disposición de los accionistas en la misma forma que la establecida para el balance de fusión.

En el caso de las sociedades que tengan el deber de auditar, el art. 37 LME prescribe que el balance de fusión, junto con las modificaciones de valoración que contenga, deberá ser verificado por el auditor de cuentas de la sociedad, y dicha labor será sometida a consideración de la junta al tiempo con el proyecto de fusión, e incluido expresamente en el orden del día.⁴⁹

El balance habrá de ponerse a disposición de los socios, obligacionistas y titulares de derechos especiales, así como de los representantes de los trabajadores; para las operaciones de escisión, de acuerdo a la remisión que realiza el art. 73 LME al régimen general de la fusión tendremos en cuenta las mismas consideraciones sobre este aspecto; en materia de la cesión global de activos y pasivos la LME no exige un balance que sirva de base para la operación, pero el art. 85.1, al referirse al proyecto de la operación, indica que uno de los ítems que este deberá contener será la información relativa a la valoración del activo y del pasivo del patrimonio, su designación y reparto preciso que habrá de transmitirse al cesionario.⁵⁰

1.2. El proyecto de la operación

Las modificaciones estructurales como la escisión y la fusión suelen ser producto de un procedimiento que la ley ha querido estructurar con base en una serie de normas imperativas que permitirán proteger a los sujetos implicados en dicha etapa. La celebración del acuerdo de cualquier modificación estructural está precedido por un período de preparación y negociación, que culmina con la ejecución de la operación.

⁴⁹ En este sentido ver Sánchez-Calero Guilarte, J., “Informe de los administradores y de los expertos independientes. Balance de fusión”, en AA.VV., *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Rodríguez Artigas, F. (dir.), Aranzadi, 2009, pp. 227-246, y, Garrido de Palma, “Fusión”, en AA.VV., *La Ley 3/2009 de las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Ansón Peironcely, R. et al. (dirs.), Civitas Thomson, 2009, pp. 227-246.

⁵⁰ Ansón Peironcely, R., “Cesión global de activo y pasivo”, en AA.VV., *La Ley 3/2009 de las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Ansón Peironcely et al. (dirs.), Civitas Thomson, 2009, p. 182.

El proyecto de fusión y escisión deberá ajustarse a las directrices contenidas en los arts. 30, 31, 32, 35.1 y 74 LME. La etapa inicial o de acercamiento entre las partes participantes en la operación tiene como finalidad planificar la operación, analizar los riesgos que entraña la misma, estudiar el manejo que se dará a los intereses de los socios, trabajadores, acreedores, entidades financieras e incluso el rol de algunas instituciones como la Comisión Nacional del Mercado de Valores, el Banco de España o la Dirección General de Seguros, ello sin perjuicio de que los primeros acuerdos se incorporen en un protocolo o en un precontrato con fuerza indemnizatoria en caso de incumplimiento.⁵¹

El documento que contendrá de forma definitiva los rasgos y los pormenores de la operación será el proyecto elaborado por los administradores de cada una de las sociedades participantes; en cuanto nos interesa, el fin último de este es informar de forma suficiente, clara y veraz sobre la operación a los socios y a terceros. Además de lo anterior, será útil para realizar un control de legalidad de los aspectos internos y externos de la operación.

Los arts. 31 y 74 LME describen el contenido mínimo que deberá incluir el proyecto de fusión y escisión, sin que la exclusión de alguno de estos elementos implique la nulidad del acuerdo, ya que solo tendrán esta virtualidad aquellos aspectos que son vitales en cuanto proporcionan la información necesaria para generar un consentimiento informado a los socios, o bien aquellos acápite sin los cuales no es posible ejecutar el mismo.

El proyecto deberá contener: los datos de identificación de las sociedades participantes; en relación con los accionistas deberá contener el tipo de canje de las participaciones, acciones o cuotas, si se ha previsto la complementación en dinero y, si es el caso, el procedimiento de canje; la incidencia que la operación tendrá sobre las aportaciones de industria y las prestaciones accesorias, y si hay lugar a algún tipo de compensación y cuál será; los derechos que se otorgarán a quienes en la sociedad originaria tengan beneficios especiales; en su caso, las ventajas que vayan a otorgarse a los expertos independientes y a los administradores; la designación de la fecha a partir de la cual los titulares de las acciones o participaciones en la sociedad beneficiaria de la operación tendrán derecho a percibir los gananciales de esta, de lo contrario se tendrá la de la inscripción en el Registro Mercantil; la fecha a partir de la cual la fusión o la escisión tendrá efectos contables; los estatutos de la sociedad resultante; la información sobre el activo y el pasivo del patrimonio de las sociedades originarias que se transmita a las beneficiarias; la fecha de las cuentas de las sociedades: de acuerdo con el art. 31.10 LME deberán establecerse las fechas de las cuentas de

⁵¹ Muñoz Pérez, ob. cit., p. 408.

las sociedades que se fusionan o escinden utilizadas para establecer las condiciones en que se realiza la modificación y los efectos de la misma sobre el empleo, el impacto de género en los órganos de administración y la incidencia sobre el tema de la responsabilidad social de la empresa.

El art. 35 LME se refiere a las especialidades que habrán de tenerse en cuenta cuando se realicen las llamadas “fusiones apalancadas”, es decir, aquellas en las que una sociedad, a través de una financiación, con posterioridad adquiere una compañía y realiza la fusión, ya sea porque la absorción la lleva a cabo la adquirente (*forward merger*) o la adquirida (*reverse merger*), sin que se distinga el tipo de sociedades que participan en ella o si se trata de una fusión simplificada, parcialmente simplificada o de las aludidas en el art. 42 LME.⁵² Frente a este tipo de fusiones la ley impone que se indiquen en el proyecto los plazos y recursos previstos para la satisfacción por la sociedad resultante de las deudas contraídas para la adquisición del control o de los activos; es necesario que en el proyecto se desarrolle una memoria explicativa en la que se indique cómo la sociedad que ha adquirido la deuda habrá de saldar esta obligación, incluyendo los abonos a capital, intereses y plazos para el pago.

El art. 74 LME, en lo relativo a la operación de escisión, precisa la inclusión de la determinación del reparto del activo y del pasivo que recibirán las sociedades beneficiarias de forma específica y no genérica, sin olvidar que el valor del activo neto atribuido debe ser superior al pasivo; finalmente, también deberá mencionarse el reparto de las acciones o participaciones de los socios de la sociedad escindida que les corresponderá en la sociedad beneficiaria y el criterio en el que se funda esta distribución.⁵³

A propósito de las especificidades en esta materia, bien advierte GUASCH MARTORELL que el uso de las voces “designación” y “reparto” del art. 74 LME implica la determinación e identificación individualizada de aquellos elementos, esto es, la formalización de un inventario en el que en una primera fase se determinen los elementos patrimoniales integrados en las distintas partidas y el pasivo del balance de la sociedad escindida, para, con posterioridad, agrupar las distintas partidas patrimoniales que se incluyen en cada unidad económica escindida.⁵⁴

⁵² González-Meneses, García-Valdecasas y Álvarez, ob. cit., pp. 233-246.

⁵³ Muñoz Pérez, ob. cit., pp. 410-416.

⁵⁴ Guasch Martorell, ob. cit., p. 150.

En lo atinente a la cesión global de activo y pasivo, el art. 85.1 LME establece en términos generales lineamientos similares a los de la fusión, salvo, como se mencionó, los numerales 3 y 4 que incluyen como parte integrante del proyecto aspectos como la valoración del activo y el pasivo del patrimonio y la contraprestación que hayan de recibir la sociedad o los socios.

1.3. Informe de los administradores

El art. 33 LME determina: “Los administradores de cada una de las sociedades que participan en la fusión elaborarán un informe explicando y justificando detalladamente el proyecto común de fusión en sus aspectos jurídicos y económicos, con especial referencia al tipo de canje de las acciones, participaciones o cuotas y a las especiales dificultades de valoración que pudieran existir, así como las implicaciones de la fusión para los socios, los acreedores y los trabajadores”.

La norma transcrita designa la labor de elaboración de este informe al órgano de administración de cada una de las sociedades participantes en la operación, lo que no necesariamente implica que aquel deba contar con la firma de cada uno de los administradores considerados individualmente; el sentido de la medida apunta a que el informe debe ser adoptado de forma válida al interior del órgano de administración, por lo que es posible que en aquellos casos en que existan varios administradores, solidarios o en Consejo de Administración, el informe no sea respaldado por todos ellos.

En relación con el contenido del informe, bien se puede concluir el alcance del mismo a partir de la norma: deberá ser informativo, detallado –lo que incluye tanto los elementos que favorecen como los que afectan la fusión– y recaer sobre el proyecto de fusión.⁵⁵

Por tanto, el informe habrá de versar sobre los elementos jurídicos de la operación, esto es, las consecuencias legales de la fusión, los cambios que se surtirán como producto de la operación y, en particular, las modificaciones estatutarias que tendrán lugar, sin dejar de lado, tal como lo exige la ley, la explicación de los cambios que habrá para el esquema laboral de las sociedades participantes, y si es del caso, las implicaciones fiscales y de derecho de la competencia. El informe de contenido económico también tendrá un lugar especial

⁵⁵ González-Meneses, García-Valdecasas y Álvarez, ob. cit., pp. 159-160.

en este escrito ya que este acápite incluirá los objetivos de esta naturaleza que se persiguen, el tipo de canje y el método utilizado para establecerlo.

El numeral 2 del art. 35 LME hace referencia a este informe en materia de fusiones apalancadas y establece que deberá comprender “las razones que hubieran justificado la adquisición del control o de los activos y que justifiquen, en su caso, la operación de fusión y contener un plan económico y financiero, con expresión de los recursos y la descripción de los objetivos que se pretenden conseguir”, debiendo entenderse que el contenido del documento –más allá de versar, en su caso, sobre el porqué de la fusión– debe responder a la pregunta: ¿por qué se realizó la adquisición?

En cuanto al plan económico y financiero, este deberá referirse no solo al tema de la deuda contraída sino en general al estado de las obligaciones de la sociedad, pues el eje central de las novedosas exigencias que la LME ha previsto para las fusiones apalancadas es el de dar a conocer el panorama financiero de la sociedad después de haber adquirido la deuda y de haber llevado a cabo la fusión y la posibilidad o no de seguir operando y cumpliendo con las obligaciones contraídas con terceros.⁵⁶

El art. 77 LME se refiere al informe de los administradores cuando se está frente a una operación de escisión; en la norma se insta a aquellos a determinar en este documento si han sido expedidos los informes sobre las aportaciones no dinerarias previstas en la ley, cuando las sociedades beneficiarias de la escisión sean anónimas o comanditas por acciones, así como la indicación del Registro Mercantil donde los informes han sido depositados o lo serán; por ello será necesario pronunciarse una vez haya sido expedido el informe del experto independiente.

La exigencia prístina del depósito del informe deriva del art. 71 TRLSC que establece que dentro del mes siguiente a partir de la fecha efectiva de la aportación no dineraria deberá depositarse en el registro mercantil una copia autenticada del informe del experto independiente o, en su caso, del informe de los administradores; sin embargo, en consonancia con la normativa sobre la fusión, parece más acertado referirse a una valoración patrimonial amplia y no circunscrita únicamente a la valoración de las aportaciones no dinerarias, ya que lo primero que debe verificarse es la relación de la cobertura de capital o aumento del mismo en la sociedad beneficiaria.

⁵⁶ *Ibíd.*, p. 247.

En el caso de la cesión, el art. 86 LME hace especial referencia a la incorporación de los aspectos valorativos y a la contraprestación a percibir por la sociedad o los socios cesionarios, además de a la justificación detallada del proyecto de cesión global. Al ser un documento redactado de forma unilateral por la sociedad cedente, un amplio sector de la doctrina coincide en afirmar que este debería ser suscrito también por los cesionarios para evitar un trato discriminatorio en relación con la fusión y la escisión, que son operaciones similares, en las que los administradores de todas las sociedades participantes coadyuvan a su elaboración.⁵⁷

1.4. Informe del experto independiente

La piedra angular sobre la que reposa la importancia de este informe se encuentra en su finalidad, y este será precisamente el derrotero que permitirá interpretar algunos de los aspectos problemáticos de las normas sobre la materia. El espíritu de la figura radica en proteger, por un lado, el interés de los socios de las compañías que participan en la operación en lo relativo a la relación de canje, y por el otro, los intereses de terceros en relación con la cobertura patrimonial efectiva de la cifra de capital de las sociedades resultantes de la operación cuando son sociedades por acciones; sin desconocer, se insiste, que la participación del experto también contribuye al reforzamiento de la información no solo de los socios, sino a favor del resto de los interesados, como los representantes de los trabajadores o titulares de derechos especiales distintos de las acciones.

A la pregunta de cuándo es necesario este informe, el art. 34.1 LME responde de forma general en estos términos: “Cuando alguna de las sociedades que participen en la fusión sea anónima o comanditaria por acciones, los administradores de cada una de las sociedades que se fusionan deberán solicitar del registrador mercantil correspondiente al domicilio social el nombramiento de uno o varios expertos independientes y distintos, para que, por separado, emitan informe sobre el proyecto común de fusión”; con lo que se corrige la redacción inicial que traía la LME y que era a todas luces contraria al art. 10 de la Tercera Directiva que exigía este informe siempre que interviniera una sociedad por acciones, sin importar si su participación era como sociedad resultante o no; y no como algunos consideraban con anterioridad que era solo para los casos en que la sociedad resultante fuera anónima o comanditaria por acciones; en efecto, además de desconocer la doble finalidad del informe del experto independiente y

⁵⁷ En este sentido Ansón Peironcely, ob. cit., p. 184.

la Directiva, no tenía sentido que en materia de escisión y fusión se aplicase un régimen distinto, cuando para la primera en el art. 78 se preveía este requisito con la sola participación de una sociedad por acciones en el proceso.⁵⁸

En relación con el número de expertos, estos podrán ser uno o varios para que por separado emitan el informe, y serán designados por el registrador mercantil de acuerdo a lo previsto en los arts. 338 y siguientes RRM.⁵⁹

⁵⁸ González-Meneses, García-Valdecasas y Álvarez, ob. cit., pp. 161-162.

⁵⁹ “Artículo 338. Solicitud del nombramiento de expertos independientes.

“1. La solicitud de nombramiento de uno o varios expertos independientes para la elaboración de un informe sobre las aportaciones no dinerarias a sociedades anónimas o comanditarias por acciones se hará mediante instancia por triplicado, dirigida al Registrador Mercantil del domicilio social, expresando las circunstancias siguientes:

“Denominación y datos de identificación registral de la sociedad o, en su caso, el nombre y apellidos de las personas que promuevan la constitución de la sociedad, así como su domicilio.

“Descripción de los bienes, con indicación del lugar en que se encuentren, así como del número y valor nominal y, en su caso, prima de emisión de las acciones a emitir como contrapartida.

“Declaración de no haberse obtenido en los últimos tres meses otra valoración de los mismos bienes, realizada por experto independiente nombrado por el Registrador Mercantil.

“Fecha de la solicitud.

“2. La instancia deberá ir suscrita, al menos, por una de las personas que promuevan la constitución de la sociedad o, si ya estuviera constituida, por la propia sociedad”.

“Artículo 339. Tramitación de la solicitud.

“1. Presentada la instancia, se practicará en el Libro Diario el correspondiente asiento de presentación, en el que se identificará al solicitante y al presentante, y se indicarán sucintamente los bienes a valorar.

Debido a que el art. 340 RRM determina que el experto independiente deberá ser quien se indique de acuerdo a las normas que sobre la materia se dicten (normas que al día de hoy aún no han sido expedidas) o personas que pertenezcan a la profesión directamente relacionadas con los bienes objeto de valoración, resulta conveniente acudir a profesionales que se dediquen a la valoración de empresas, tal como acontece en países como Alemania o Portugal; la remuneración de este profesional será la designada por el Registrador (art. 340.3 RRM) y correrá a cargo de la sociedad (art. 348 RRM). Con el fin de garantizar el ejercicio adecuado de sus funciones, el art. 33.2 LME establece que los expertos tendrán derecho a demandar de las sociedades participantes la información y documentos que consideren útiles y tendrán derecho a realizar las verificaciones que consideren necesarias.⁶⁰

El informe deberá ser expedido dentro del mes siguiente al momento en que el o los expertos hayan aceptado la designación y tendrá una vigencia de tres meses una vez ha sido expedido, con la posibilidad de ser ratificado por quienes lo han suscrito, por tres meses más.

El informe de los expertos deberá versar sobre los siguientes puntos:

- a. El proyecto de fusión: pese a que la ley no especifica el alcance que debe tener el informe en este punto, dada la naturaleza del mismo, sí deberá incluir todos aquellos aspectos económicos relevantes de la fusión, en especial el referido al tipo de canje que será utilizado; en particular, deberá especificar cuáles han sido los métodos utilizados para llegar a él y si son o no adecuados. También deberá describir las dificultades de valoración tanto generales como específicas de la operación.

“2. Practicado el asiento de presentación, se procederá a la apertura de un expediente numerado, cuya existencia se hará constar por nota al margen de aquel asiento. En el expediente se recogerán todas las incidencias a que se refieren los artículos siguientes”.

⁶⁰ González-Meneses, García-Valdecasas y Álvarez, ob. cit., pp. 163-164.

No obstante ello, para algunos, como TAILLEFER MARTOS⁶¹, el experto independiente no debe emitir su juicio sobre la oportunidad desde un punto de vista económico de la operación, ya que dicha labor debe ser realizada primero por los administradores al proponer la modificación, y luego por los accionistas, al valorar tanto el informe de los administradores como el de los expertos independientes. Por tanto, el experto independiente “debe limitarse a opinar sobre la veracidad, exactitud y corrección de las condiciones de la fusión determinadas por los administradores en el proyecto e informe sobre la fusión, con objeto de que los accionistas tengan acceso a una información objetiva acerca de la situación jurídica como consecuencia de la fusión”⁶². Posición que no compartimos por relegar al experto independiente a una función pasiva de verificación de datos, desaprovechando los conocimientos técnicos sobre aspectos económicos, que de suyo son los que justifican su intervención.

- b. Valoración sobre si el patrimonio de las sociedades que se extinguen corresponde al capital de la nueva sociedad o al aumento de capital de la absorbente: solo de esta forma será posible entender que se ha cumplido la garantía de capital que debe estar presente para proceder con la operación de fusión, pues se trata en últimas, tal como lo afirman GONZÁLEZ-MENESES y ÁLVAREZ, de reivindicar el principio de la realidad del capital social.⁶³

En lo que atañe a los efectos del informe, es claro que su ausencia determinará la nulidad de todo el procedimiento; sin embargo, en el caso en que la valoración del patrimonio frente al capital social fuese negativa no deberá realizarse el proceso de fusión, pues, más allá del carácter informativo del documento, lo que se busca con este es, como ya lo hemos dicho, garantizar la cobertura real del capital; conclusión a la que se llega con apoyo de la interpretación que del art. 67⁶⁴

⁶¹ Taillefer Martos, M., *Audidores y expertos independientes: Intervención en operaciones societarias y auditoría de cuentas*, Francis Lefebvre, 2002, p. 81.

⁶² *Ibíd.*

⁶³ González-Meneses, García-Valdecasas y Álvarez, *ob. cit.*, p. 166.

⁶⁴ “Artículo 67. Informe del experto.

TRLSC se ha hecho, que –dicho sea de paso– ha excluido el margen de tolerancia del 20% de diferencia que se permitía con anterioridad. Ahora, en lo relativo al concepto que se emita del proyecto de la operación y del canje que habrá de utilizarse, este será de naturaleza meramente informativa ya que su función primordial es garantizar que los socios informen su consentimiento en orden a aprobar o no la operación de fusión, por lo que de ser negativo, con seguridad el proyecto será votado negativamente.

Pues bien, producto de las modificaciones realizadas por el Real Decreto-Ley 9 de 2012, con el fin de incorporar las directrices establecidas en la Directiva 2009/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, por la que se modifican las Directivas 77/91/CEE, 78/855/CEE y 82/891/CEE, del Consejo, y la Directiva 2005/56/CE en lo que se refiere a las obligaciones de información y documentación en el caso de las fusiones y escisiones, se redirigió la redacción del art. 34.4 que establecía la posibilidad de prescindir del informe si mediaba acuerdo unánime entre los socios de las sociedades participantes, lo que contradecía el espíritu proteccionista del mismo; de este modo, en la más reciente versión de la norma se establece que el contenido del informe del experto o de los expertos sobre el proyecto de fusión estará integrado únicamente por la segunda parte (refiriéndose a la opinión de si el patrimonio aportado por las sociedades que se extinguen es igual, al menos, al capital de la nueva sociedad o al importe del aumento del capital de la sociedad absorbente) cuando en todas las sociedades que participen en la fusión así lo hayan acordado todos los socios con derecho de voto y, además, todas las personas que, en su caso, según la ley o los estatutos sociales, fueran titulares de ese derecho; de esta manera, ante un acuerdo unánime será posible que el informe del experto no haga referencia a los métodos seguidos por los

“1. En la constitución o en los aumentos de capital de las sociedades anónimas, las aportaciones no dinerarias, cualquiera que sea su naturaleza, habrán de ser objeto de un informe elaborado por uno o varios expertos independientes con competencia profesional, designados por el registrador mercantil del domicilio social conforme al procedimiento que reglamentariamente se determine.

“2. El informe contendrá la descripción de la aportación, con sus datos registrales, si existieran, y la valoración de la aportación, expresando los criterios utilizados y si se corresponde con el valor nominal y, en su caso, con la prima de emisión de las acciones que se emitan como contrapartida.

“3. El valor que se dé a la aportación en la escritura social no podrá ser superior a la valoración realizada por los expertos”.

administradores para establecer el tipo de canje de las acciones, participaciones o cuotas de los socios de las sociedades que se extinguen.⁶⁵

En materia de fusiones apalancadas el numeral 3 del art. 35 LME se refiere al informe de los expertos para indicar que este deberá “contener un juicio sobre la razonabilidad de las indicaciones a que se refieren los dos números anteriores, determinando además si existe asistencia financiera”: por ello el informe deberá contener un juicio de razonabilidad sobre el proyecto de fusión y el informe de los administradores, en especial sobre el plan económico y financiero con el cual la sociedad deudora hará frente al plan de pagos una vez se haya llevado a cabo la fusión, cuestión que se deberá realizar mediante la comprobación de la situación contable de la compañía y los contratos de financiación.

Adicionalmente el informe deberá especificar si ha mediado asistencia financiera, cuestión que no debe entenderse en el sentido de exigir que el experto determine si se ha incurrido en la prohibición de los arts. 143 y 150 TRLSC, pues si la intención del legislador hubiese sido la de prohibir en materia de fusiones este tipo de operaciones, no resultaría lógica la descripción de la regulación de los numerales anteriores a este en el art. 35 LME de la forma permisiva en que lo ha hecho. Lo que entienden algunos, como GONZÁLEZ-MENESES y ÁLVAREZ, es que el experto independiente debe emitir un juicio técnico sobre si la operación de apalancamiento encuadra dentro de los supuestos de asistencia financiera establecida en la reforma de la Segunda Directiva, en la que solo sería admisible la asistencia si se cumplen ciertas garantías, tales como: la asunción de responsabilidad por parte de los administradores por el préstamo o las garantías, que la asistencia sea aprobada por la junta general previa presentación de un

⁶⁵ Sobre este tema la Resolución de 2 de febrero de 2011, de la Dirección General de los Registros y del Notariado, en el recurso interpuesto por Cibernos Outsourcing S.A., contra la negativa del Registrador mercantil y de bienes muebles VII de Madrid a inscribir una escritura de fusión, afirmó: “El informe del experto independiente sobre *la equivalencia entre el patrimonio aportado y el aumento del capital de la sociedad absorbente es exigido en interés no sólo de los accionistas sino también de los acreedores sociales*, por lo que no puede dejarse al arbitrio de aquéllos exclusivamente. Por ello, la norma del artículo 34.5 de la Ley 3/2009, en cuanto permite prescindir del informe del experto independiente ‘cuando así lo haya acordado la totalidad de los socios con derecho de voto [...] de cada una de las sociedades que intervienen en la fusión’, debe ser interpretada en el sentido de que dicha renuncia puede tener como objeto únicamente el informe sobre el proyecto común de fusión” (resaltado fuera de texto).

informe escrito, que la asistencia no reduzca el activo neto por debajo del capital social y reservas legales, y que se destine una reserva indisponible por el importe total de la asistencia.⁶⁶

Los documentos a los que hemos hecho mención dotarán de la información necesaria y suficiente a los socios y acreedores sobre la operación de apalancamiento para formar un consentimiento que permita un ejercicio adecuado del derecho al voto y de oposición por quienes corresponda, además de nutrir el régimen de responsabilidad al que se verán abocados tanto los administradores como los expertos en caso de que sus pronunciamientos hayan carecido de racionalidad y ello haya incidido en un erróneo planteamiento de la operación. Sin embargo, la ley no dota de efectos que incidan sobre la operación si el informe de los expertos se pronuncia en sentido negativo, tal como acontece en la operación de fusión en general.

Entendemos que si el juicio sobre la razonabilidad del plan financiero es en este sentido, su mayor incidencia se verá reflejada en el sentido del voto que tomen los socios, pero no en la prohibición de elevar a escritura pública la operación, ya que su finalidad es meramente informativa; respecto del juicio sobre la asistencia financiera, habrá que decir que si la ley apenas exige que el experto dictamine sobre su existencia, un juicio negativo tampoco será suficiente para impedir la fusión, ya que, como se anotó, no se trata de afirmar que se está llevando a cabo una operación prohibida por el ordenamiento jurídico; sin embargo, si de lo que se trata es de concluir la insuficiencia o falta de reservas libres sí tendría la virtualidad de impedir la operación, esto por tratarse de un aspecto más cuantitativo que cualitativo, y que incide directamente sobre la operación.⁶⁷

Cuando se trate de las operaciones de fusión descritas en los arts. 49 y 50 LME (fusión de sociedad íntegramente participada y absorción de sociedad participada al 90%, respectivamente), no será necesario realizar este informe, ya que en sentido estricto no hay un aumento de capital en la sociedad absorbente, por lo que no es menester verificar la equivalencia mínima entre el patrimonio aportado por la sociedad absorbida y el aumento de capital en la absorbente.⁶⁸

⁶⁶ *Ibíd.*, pp. 250-251.

⁶⁷ *Ibíd.*, pp. 254-255.

⁶⁸ Taillefer Martos, *ob. cit.*, p. 81.

En la operación de escisión, el art. 78 LME delimita el supuesto de hecho en el que debe realizarse este informe, así: “Cuando las sociedades que participen en la escisión sean anónimas o comanditarias por acciones, el proyecto de escisión deberá someterse al informe de uno o varios expertos independientes designados por el Registrador mercantil del domicilio de cada una de esas sociedades. Dicho informe comprenderá, además, la valoración del patrimonio no dinerario que se transmita a cada sociedad”. Por lo que debemos tener en consideración las anotaciones interpretativas que en sede de fusión se realizaron con anterioridad para indicar que dicho informe será imprescindible cuando quiera que en el proceso de escisión, ya sea como sociedad escindida o como beneficiaria, participe una sociedad anónima o comandita por acciones, ya que el informe, se reitera, cumple una doble función a partir de la protección que el legislador quiso otorgar a socios y a terceros.

El numeral 3 de la norma hace referencia al supuesto de hecho que exige a las sociedades de la realización de este informe cuando “así lo acuerden la totalidad de los socios con derecho de voto y, en su caso, de quienes de acuerdo con la ley o los estatutos pudieran ejercer legítimamente el derecho de voto, de cada una de las sociedades que participan en la escisión”; tal como se señaló, el acuerdo unánime de los socios no impide que haya una efectiva cobertura del capital en las sociedades resultantes de la escisión, por lo que la salvedad podrá referirse al tipo de canje pero jamás al primer aspecto; por ello, una interpretación acorde a la modificación realizada por el Real Decreto-Ley 9 de 2012 que modificó la redacción del art. 34 sobre fusiones, impone que, aun cuando haya acuerdo unánime de los socios, no se deba prescindir del informe de los expertos en cuanto a la valoración sobre la cobertura de capital.

Finalmente, en materia de cesión global de activo y pasivo la ley no exige la presentación de este informe por las características y la naturaleza propias de la operación, ya que en este escenario no se está haciendo uso de los métodos de canje ni de comprobación de coberturas patrimoniales reales.

2. Solicitud especial de consentimiento

El art. 41 LME exige de ciertos sujetos el consentimiento expreso para proceder a celebrar el acuerdo de fusión:

1. Los socios que debido a la fusión pasen a responder de forma ilimitada: cuando la sociedad resultante de la fusión sea del tipo

colectivo o comanditaria, será necesario el consentimiento de todos los socios de la primera, y de la segunda, si así se ha establecido en la escritura. En consonancia con lo anterior, el art. 229.2 RRM exige que este consentimiento conste en la escritura donde quedará vertida la operación.

2. El consentimiento de los socios de las sociedades que se extingan, que hayan de asumir de forma personal obligaciones de la sociedad que resulte de la fusión: incluye a los socios industriales y aquellos que sean titulares de prestaciones accesorias.
3. El de los titulares de derechos especiales cuando en la sociedad que resulte de la fusión no disfruten de derechos equivalentes a los que tenían con anterioridad, salvo que la modificación haya sido aprobada en asamblea por los mismos⁶⁹. Sobre los titulares de derechos especiales vale la pena hacer una reflexión en las siguientes líneas.

En el marco normativo que regula tanto a las sociedades de capital como las modificaciones estructurales no se establece una definición ni enumeración de quienes deberán ser tenidos como titulares de derechos especiales; sin embargo, de forma indiciaria el art. 27 TRLSC regula la posibilidad de que por vía estatutaria en las sociedades anónimas se reserven derechos especiales o prerrogativas de tipo económico a los fundadores o promotores de la sociedad, o ventajas vertidas sobre títulos nominativos distintos a las acciones, participaciones o cuotas.

⁶⁹ Esta asamblea de titulares fue una figura prevista en el art. 15 de la Tercera Directiva, pero la ley nacional ha dejado en manos de la regulación estatutaria de cada sociedad el tema, por lo que será en aquellos donde se reconozca su existencia, se establezcan los requisitos para su constitución, la deliberación y la adopción de acuerdos que modificarán sus derechos. Una vez sea tomada una decisión por este colectivo, todos los titulares estarán vinculados, sin que se pueda considerar como válido un acuerdo en el cual se ha renunciado a los derechos especiales sin recibir contrapartida alguna. Ver Boquera Matarredona, J., “Los titulares de los derechos especiales ante las modificaciones estructurales”, en AA.VV., *Derecho de sociedades y concurso: Cuestiones de actualidad en un entorno de crisis*, Quijano González, J. et al. (dirs.), Comares, 2011, p. 469.

Téngase en cuenta a modo de ejemplo que los arts. 341 y 260.2 TRLSC permiten que sean concedidos títulos o bonos de disfrute a los titulares de acciones amortizadas por la sociedad debido a un desembolso previo que otorgan a sus titulares derechos económicos como la participación en los beneficios o en la cuota de liquidación; y que el art. 219 LSC establece la posibilidad de pactar parte de la remuneración de los administradores con derechos de opción sobre las acciones o *stock options*, facultad nuevamente de tipo económico y que podrá ser ejercida en el futuro de acuerdo con las condiciones previstas para tal efecto.

Como puede deducirse de esta escasa regulación, se trata de derechos que no se encuentran delimitados cuantitativamente de forma clara, por lo que será menester dicha tarea en sede de la modificación estructural.

Ante un escenario de transformación, los titulares de derechos especiales en virtud del art. 16 LME podrán oponerse a ella siempre y cuando no hayan votado a su favor; ahora bien, debido a que la ley no establece una forma especial para hacerlo, entendemos que podrá utilizarse cualquier medio que permita probar su existencia. La interpretación de la norma permite pensar que los derechos especiales no podrán extinguirse o eliminarse como resultado de la operación de transformación sin el consentimiento de los titulares, y en el supuesto en que por la naturaleza del tipo societario no sea posible mantenerlos, será indispensable la debida compensación económica.⁷⁰

Debido a que el régimen de la sociedad resultante puede ser incompatible con la supervivencia de alguno de los derechos especiales, será menester compensar al titular por la pérdida de aquellos, tal como lo establece el art. 27.1 LME al prever que en los estatutos sociales habrá de incorporarse un sistema de liquidación en los supuestos de extinción anticipada de derechos especiales.

Visto lo anterior, cabe anotar que el régimen de este tipo de titulares es mucho más escueto en cuanto se refiere a la fusión o a la escisión, teniendo en cuenta que son operaciones de un ropaje jurídico y económico diferente; se regula el derecho de información que tienen a su favor, el derecho a preservar sus derechos o, en caso contrario, a que les sean reconocidos derechos equivalentes. Los titulares de derechos especiales se encuentran en una posición intermedia entre quienes ostentan la posibilidad de oponerse a la operación y quienes son considerados como terceros ajenos a la misma, por lo que la LME les otorga un derecho de equivalencia que logra afectar el normal desarrollo de la operación

⁷⁰ *Ibíd.*, p. 463, y González-Meneses, García-Valdecasas y Álvarez, *ob. cit.*, p. 117.

cuando su consentimiento, ante la imposibilidad de otorgarse condiciones equivalentes en la sociedad resultante, no ha sido solicitado.

Las sociedades partícipes en la operación de modificación están obligadas a adoptar las medidas para garantizar la equivalencia de los derechos cuando como producto de la integración patrimonial se pueda alterar la integridad, el contenido o el valor de los derechos especiales de forma lesiva o negativa de los intereses protegidos por los mismos; si es imposible mantener de forma intangible estos derechos, se deberán proponer medidas que garanticen que tras la fusión o la operación de que se trate, los titulares disfrutarán formal y materialmente de los derechos que ostentaban con anterioridad a la operación y que lo harán de forma análoga.

La cuestión de la equivalencia, primero, deberá abordarse desde un principio de mínima intervención debidamente motivado, según el cual la sociedad no debe sustituir o alterar sin razón los derechos especiales, habiendo de modificarlos solo en lo que resulte estrictamente necesario para suplir o compensar los desequilibrios que la operación pueda ocasionar, evitando modificar los términos iniciales de los mismos; y segundo, ante la imposibilidad de respetar las condiciones, identidad y contenido de los derechos especiales, podrá admitirse una modificación que no llegue a ser tal que cercene o implique la desaparición de tales derechos.⁷¹

A la luz del art. 76 LME, en los casos de escisión total o de escisión parcial con pluralidad de sociedades beneficiarias, siempre que no se atribuyan a los socios de la sociedad que se escinde acciones, participaciones o cuotas de todas las sociedades beneficiarias, será necesario el consentimiento individual de los afectados. A propósito de su interpretación, GONZÁLEZ-MENESES y ÁLVAREZ mencionan que de su redacción literal podría concluirse que este consentimiento debe solicitarse solo en aquellos casos en los que hay una escisión parcial con pluralidad de sociedades beneficiarias, pero debe incluirse aquel supuesto en el que hay una escisión parcial a favor de una sola sociedad, y las acciones o participaciones emitidas o creadas no se otorgan a todos los socios de la sociedad escindida; además de ello, no se precisa, para solicitar el consentimiento de los socios, que no les hayan sido asignadas acciones o participaciones, sino que es suficiente con que, existiendo asignación, esta no haya sido proporcional (aun tolerando el margen del 10% que el art. 25.2 LME admite compensar en dinero para ajustar el tipo de canje).⁷²

⁷¹ Cortés Domínguez y Pérez Troya, ob. cit., pp. 468-469.

⁷² González-Meneses, García-Valdecasas y Álvarez, ob. cit., p. 344.

3. Derecho de separación

A. El derecho de separación en el sistema norteamericano, alemán e inglés:

No son escasos los ordenamientos que prevén el derecho de separación de los socios como respuesta a la no aquiescencia de estos frente a determinadas modificaciones; este derecho, tal como lo afirma PÉREZ TROYA,

... comporta la facultad del socio de abandonar discrecionalmente la sociedad obteniendo un reembolso en función de su participación social, implica una excepción o derogación formal del principio de sometimiento de todos los socios a los acuerdos de la mayoría tomados en Junta general. Por su propia naturaleza el derecho contradice, pues, este principio que rige el funcionamiento de la sociedad, e implica un quebrantamiento de la soberanía de la Junta en tanto que los socios que no comparten la opinión de la mayoría no quedan constreñidos a someterse a su voluntad si prefieren separarse de la sociedad.⁷³

En el marco jurídico que regula la fusión en el derecho norteamericano, Capítulo 13 de la *Revised MBCA* de 1984, tal como se anotó en el primer acápite de este trabajo, se otorga al accionista el derecho a disentir y obtener una remuneración por las acciones (*right to dissent and obtain payment for shares*); en este régimen el derecho a separarse se tiene más como una condición intrínseca, de lo que sería el derecho principal a obtener una remuneración. Esta posibilidad no está concebida, como lo hiciera el derecho español de antaño, para todos los supuestos de fusión y para todas las sociedades que participaban en la operación, sino que se otorga únicamente a quienes han visto redefinidos sus derechos de manera significativa.

Hoy la totalidad de las legislaciones de los estados de Norteamérica tienen prevista esta prerrogativa a favor de los socios de todas las compañías que participan en la fusión, con algunas variaciones. Estados como los de Ohio y Delaware han suprimido este derecho en los supuestos de “pequeñas absorciones”, y en el caso de New Jersey se ha eliminado el derecho en relación

⁷³ Pérez Troya, ob. cit., pp. 469-470.

con las acciones que cotizan en el mercado de valores o en aquellas que ostentan menos de dos mil accionistas. Las modificaciones introducidas a la MBCA en 1978, y que se conservan en el modelo de 1984, se dirigieron a fomentar los arreglos mediante negociaciones privadas para consagrar como *ultima ratio* la tasación judicial, con los costos, tardanza e incertidumbre que ello conlleva; además, se asegura un pago inicial al accionista como regla general, y se excluye de la posibilidad de ejercer este derecho a los accionistas que adquieran acciones con posterioridad al anuncio de la operación.

En la sección 13.02.b MBCA se dispone el uso exclusivo de este derecho, por lo que es incompatible con el ejercicio de una acción corporativa, salvo en aquellos casos en los que la operación se haya realizado de forma ilegal o fraudulenta. La regulación, tal como está concebida hoy, consigue un justo equilibrio entre los intereses de los socios de control y los minoritarios, ya que estos han visto simplificado radicalmente el procedimiento para hacer uso del derecho, y aquellos se benefician por los incentivos reconocidos a los socios disidentes para llegar a un arreglo sin una tasación judicial.⁷⁴

El ejercicio de este derecho está delimitado por las operaciones que dan origen a él, ya que no solo se trata de las operaciones de fusión, sino que, tal como lo señala el apartado 13.02.a, se incluyen las operaciones de intercambio de acciones, venta o intercambio patrimonial, la modificación de los derechos de los socios o, en términos generales, las operaciones que demanden el ejercicio del derecho de voto de los accionistas. Quedarán excluidos, en los supuestos de fusión, los socios de la sociedad absorbida en los casos de absorción de una subsidiaria, o los socios de la sociedad absorbente cuando se trate de las llamadas “pequeñas absorciones”. El derecho de separación está articulado sobre la carga informativa y de publicidad que recae sobre la sociedad para advertir a los socios que pueden hacer uso del derecho, y la correlativa obligación de los socios de notificar su ejercicio por escrito haciendo referencia a sus pretensiones, antes de que se lleve a cabo la votación, quedando privados de la posibilidad de votar a favor del acuerdo en cuestión en la junta.

Tomada la decisión sobre la operación de fusión, la sociedad deberá enviar un aviso a los socios disidentes con el objeto de informarles sobre cómo proceder a continuación. Recibida la comunicación, los socios deberán solicitar el pago de sus participaciones y certificar desde cuándo fungen como tales, con el fin de

⁷⁴ *Ibíd.*, p. 479.

corroborar si incurren o no en la prohibición ya señalada; estos certificados deberán ser depositados para habilitar al accionista a recibir el pago.

Una vez recibida la documentación, la sociedad deberá realizar el reembolso de las acciones, en donde el valor inicial será determinado por la sociedad y deberá corresponder al “*fair value*”; ello no obsta para que ante la inconformidad del accionista y surtido el trámite correspondiente, se entregue una suma superior. Con el fin de dotar de herramientas al socio sobre si el valor entregado por sus participaciones es el adecuado, la sociedad deberá acompañar, junto al pago, la información financiera necesaria para soportar el precio asignado a las acciones.⁷⁵

En aquellos casos en los que el socio discrepe del valor que ha sido asignado a su paquete de acciones, deberá notificar por escrito, dentro de los treinta días siguientes al pago, el valor que él considera es el idóneo. Si la sociedad no coincide en dicha valoración podrá iniciar un procedimiento de valoración judicial dentro de los sesenta días siguientes, de lo contrario deberá acatar el valor sugerido por el socio.

Visto en términos generales el marco que regula el punto en el derecho norteamericano, vale la pena rescatar el manejo que en el derecho alemán se ha dado al tema. En Alemania, el derecho de separación en sede de fusión ha sido regulado en la *Gezetz zur Bereinigung des Umwandlungsrechts* como un derecho de indemnización en los art. 29, 30, 31, 32, 33 y 34 de esta ley, y procede solo para supuestos especiales de fusión, para las operaciones que implican un cambio de naturaleza jurídica de la participación y para la transformación.

La separación no está concebida como un derecho, tal y como se conoce en el régimen español, italiano o estadounidense, sino como una obligación de la sociedad absorbente de realizar una oferta de indemnización a los socios bajo determinadas circunstancias, esto es, cuando la operación es llevada a cabo por sujetos de derecho de diferente forma jurídica, o bien cuando, siendo entre personas jurídicas de la misma naturaleza, las participaciones de la sociedad nueva o de la absorbente entregadas a los socios de la sociedad extinta tienen restringida su transmisibilidad por vía estatutaria o por la escritura social, por lo que concluimos que la *ratio legis* de esta regulación está ligada al cambio de la naturaleza de la participación del socio, ya sea de forma genérica o especial, por limitar su transmisibilidad.⁷⁶

⁷⁵ *Ibíd.*, pp. 482-483.

⁷⁶ *Ibíd.*, pp. 492-493.

Por lo anterior es posible afirmar que solo podrán ser destinatarios de esta oferta los socios de las sociedades absorbidas o extinguidas, ya que los socios de la sociedad absorbente no ven modificada la naturaleza jurídica de su sociedad ni reciben participaciones con limitaciones de circulación en virtud de la operación. Pero no basta tener la calidad de socio, es necesario que estos partícipes hayan manifestado su oposición al acuerdo o por analogía, que no hayan sido admitidos de forma injusta a la asamblea, si medió una errónea convocatoria de la misma, o la publicidad del objeto de la reunión no fue realizada suficientemente; en fin, se trata de excluir a aquellos socios que pudiendo emitir el sentido de la decisión no lo hicieron, como los socios ausentes, quienes se abstuvieron o quienes votaron en blanco.

Previsto como lo está el derecho-obligación, resulta lógico concluir que, tanto en el proyecto de fusión como en la publicidad que se haga de él, deberá incluirse la oferta correspondiente a la adquisición de las participaciones de los socios.

En cuanto al valor de la indemnización deberá tenerse en cuenta la situación de la compañía transmitente en el momento del acuerdo de fusión, valor que podrá ser revisado por el experto que examina la fusión si los beneficiarios no han renunciado a ella.

Finalmente, se ha previsto que las discrepancias que puedan surgir en torno a la indemnización (su cuantía, el que no haya sido ofrecida o que no se hubiera hecho de manera debida) no podrán ser utilizadas como causales de anulabilidad de la operación; de esta forma se busca evitar el entorpecimiento de la operación.

Antes de continuar con la evolución y el estado de la cuestión en el derecho español, haremos una breve referencia al sistema inglés de desvinculación de los accionistas minoritarios. Pese a que el supuesto regulado en los art. 428 a 430F de la *Companies Act* de 1985 no se refiere a las operaciones de fusión en sentido estricto, sino a los casos de ofertas de toma de control (*take-over offer*)⁷⁷ –en las que cuando una minoría de accionistas no acepta una oferta de toma de control se faculta al oferente a adquirir esas acciones, por un lado, y se otorga a la minoría un derecho correlativo para que sus acciones sean adquiridas por el oferente, del

⁷⁷ La doctrina ha sido enfática en afirmar que el término *take-over offer* usado en el texto de la *Company Act 1985* no se limita al supuesto de las llamadas ofertas hostiles, abarcando también las ofertas negociadas entre dos consejos y las ofertas autorizadas por un tribunal a la luz de lo dispuesto en los arts. 425 y 226 del mismo estatuto. Expresamente en este sentido *ibíd.*, p. 497.

otro—, la jurisprudencia, atendiendo a las críticas advertidas por la doctrina⁷⁸, ha ampliado el régimen de protección de estas operaciones a las fusiones *stricto sensu*.⁷⁹

En términos legales, el derecho del oferente a adquirir la participación de los socios minoritarios está subordinado a la aceptación de por lo menos el 90% de las acciones que conforman este núcleo; de ser así, el oferente podrá comunicar a todos los accionistas su oferta. Si esta se refiere a varias clases de acciones, el porcentaje debe conseguirse en cada uno de los grupos; si, por el contrario, no se consigue este umbral, la oferta podrá ser considerada si así se decide en sede judicial, previa solicitud del oferente, si hubo accionistas destinatarios de la oferta que no pudieron ser notificados después de un esfuerzo razonable para tal fin. De ser justa y razonable la operación a juicio del tribunal, además de contar con el 90% de las acciones que el oferente ha conseguido —incluyendo las que se han mencionado—, se podrá autorizar la oferta.⁸⁰

Además de esta intervención judicial, cualquiera de los accionistas minoritarios podrá solicitar la revisión de la oferta y lograr desautorizar la adquisición del oferente o conseguir condiciones distintas ante el tribunal; en ese caso, el procedimiento deberá detenerse y estar sujeto a lo que se decida por esta vía.

Ahora, en lo que atañe al derecho de los socios minoritarios a que sus acciones sean adquiridas, tenemos que estarán habilitados cuando el oferente haya adquirido el 90% del valor de todas las acciones de una sociedad (se computarán las acciones adquiridas por una oferta, las que se tengan al momento de realizar la misma, y las acciones que posean los asociados del oferente) o todas las participaciones de una clase. Una vez ejercido el derecho, el oferente está compelido a realizar la adquisición en las condiciones establecidas por los accionistas minoritarios o en los términos que sean acordados.

⁷⁸ En 1926 el Comité Green sugirió la primera extensión legal del régimen a las operaciones de fusión con el fin de evitar “la opresión de la mayoría por la minoría”; adicionalmente, en 1984 el Law Society’s Standing Committee elaboró un memorándum realizando observaciones en sentido similar. Dicha postura se cristalizó con la reforma realizada a través de la *Financial Services Act 1986* que en su art. 172 y Anexo 12 modificó la *Companies Act 1985*. A propósito ver *ibíd.*, p. 500.

⁷⁹ *Ibíd.*, p. 498.

⁸⁰ *Ibíd.*, p. 502.

B. El derecho de separación en el sistema español:

La LSA de 1951 preveía el derecho de separación de los socios como una forma de que la voluntad social o de la mayoría cediera ante la facultad del socio de no acatar el sentido de una decisión cuando hubiese un cambio del objeto social de la compañía, una transformación o una fusión. No obstante ello, la regulación del derecho en cuanto a la forma y los plazos para su ejercicio era distinta en el primer supuesto y en el de transformación y fusión, por considerar de mayor envergadura estos últimos. De manera amplia, los arts. 135 para la transformación y el 144 sobre la fusión habilitaban a todos los socios de las sociedades intervinientes en la operación para separarse de la sociedad, aun si eran disidentes o ausentes. Los primeros podían separarse si no se adherían al acuerdo dentro del mes siguiente a su estipulación, y los segundos, si no lo hacían dentro de los tres meses siguientes a la última fecha de publicación del anuncio del acuerdo; esta proyección del ejercicio del derecho motivó que desde la doctrina se hablara, más que de un derecho de separación pasivo, de un derecho de continuación o de adhesión activo, que traía consigo las más de las veces un ejercicio abusivo por parte de los socios minoritarios y una despatrimonialización que la sociedad con antelación debía proyectar dentro del margen de “pérdidas” de la operación.⁸¹

Las primeras modificaciones realizadas para dar un mejor cauce al derecho de separación vinieron de la mano de la Ley 83/1968, que disponía que el derecho debía ejercerse de forma activa y solo para los casos de fusión de sociedades acogidas al régimen de acción concertada, o bien en los que se concedieran beneficios fiscales dispuestos para la concentración de empresas; el término para su ejercicio se modificó, y tanto para los socios ausentes como para los disidentes se estableció que sería de un mes, además de permitir que la sociedad realizara el desembolso del pago en un máximo de tres anualidades. Con la Ley 27/1984 sobre reconversión y reindustrialización, en el art. 13 se limita el derecho de separación y se otorga de forma exclusiva a los socios disidentes en las fusiones de sociedades acogidas a los planes de reconversión; su ejercicio debía realizarse dentro del mes siguiente a partir de la última publicación del acuerdo de fusión, y el valor del reembolso en los casos de sociedades no cotizadas sería el resultado de la aplicación del criterio de subasta de las acciones con la obligación de la sociedad de adquirirlas al tipo de salida si no se realizaba ninguna oferta.

El sistema fue objeto de otra modificación con la Ley 26/1988 sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, cuyo numeral 2 de la disposición

⁸¹ *Ibíd.*, pp. 509-510.

adicional 14 disponía que en las fusiones de este tipo de entidades los socios disidentes y ausentes no tendrían derecho de separación. La evolución legal hasta ahora mencionada es un reflejo fiel de la ideología legislativa que asocia el fomento de las operaciones de fusión a la correlativa limitación del ejercicio del derecho de separación de los socios, aunque esto se realizara a través de normas especiales que eludían la realización de una reforma integral desde el seno de la Ley de Sociedades Anónimas.

La polémica sobre la consagración legal o no del derecho de separación tomó otro matiz cuando sobre la mesa se discutió cómo debería ser la incorporación de la Tercera Directiva al ordenamiento español, que no lo incluía como un mecanismo de tutela de los intereses de los socios. Quienes postulaban la conservación de esta facultad dentro del régimen de la fusión se amparaban en la naturaleza jurídica de la directiva como un instrumento que fijaba apenas unos mínimos que debían ser incorporados a las legislaciones nacionales, sin que ello contraviniera la incorporación de normas que, como esta, aumentaban el radio de tutela de los accionistas. Por otro lado, los disidentes consideraban que su mantenimiento vulneraba los preceptos contenidos en la directiva, además de ser una herramienta para desincentivar las operaciones de integración empresarial que la realidad económica del país demandaba fomentar. Finalmente, el derecho fue suprimido en términos generales para la fusión y, como se verá enseguida, se ha mantenido en la LME para algunas operaciones bajo ciertos supuestos, salvo que su inclusión se realice por vía estatutaria a la luz del art. 347 TRLSC que establece que los estatutos podrán establecer otras causas de separación distintas a las previstas en la presente ley. En este caso determinarán el modo en que deberá acreditarse la existencia de la causa, la forma de ejercitar el derecho de separación y el plazo de su ejercicio.

El art. 15 LME desarrolla el derecho de separación del que es titular el socio de una compañía en los casos de transformación. El apartado primero de la norma permite que los socios que no hubieran votado a favor del acuerdo puedan separarse de la sociedad que se transforma, conforme a lo dispuesto para las sociedades de responsabilidad limitada; de esta forma, en aquellos casos en que la transformación implique la conversión de una sociedad anónima a una limitada, los socios que no hubieran votado a favor de la misma tendrán la facultad de separarse. La remisión normativa al art. 348 y siguientes TRLSC implica, de acuerdo a GONZÁLEZ-MENESES y ÁLVAREZ⁸², que:

1. En lo relativo a la fecha de su ejercicio, el art. 348 señala que deberá realizarse en la fecha de publicación del acuerdo en el BORME; sin embargo, en el supuesto

⁸² González-Meneses, García-Valdecasas y Álvarez, ob. cit., p. 113.

en que se realicen varias publicaciones, como sucede en los casos de este tipo de modificaciones, deberá tenerse en cuenta la fecha de la última; y

2. En relación con el cómputo, el TRLSC establece el del día de la recepción, pese a que la LME en los arts. 16 y 44 sobre el derecho de oposición de los titulares de los derechos especiales y de los acreedores en caso de fusión, respectivamente, tiene en cuenta la fecha del envío.

En lo que atañe al numeral 2, se establece:

Los socios que por efecto de la transformación hubieran de asumir una responsabilidad personal por las deudas sociales y no hubieran votado a favor del acuerdo de transformación quedarán automáticamente separados de la sociedad, si no se adhieren fehacientemente a él dentro del plazo de un mes a contar desde la fecha de su adopción cuando hubieran asistido a la junta de socios, o desde la comunicación de ese acuerdo cuando no hubieran asistido. La valoración de las partes sociales correspondientes a los socios que se separen se hará conforme a lo dispuesto para las sociedades de responsabilidad limitada.

Por lo anterior, aquellos socios cuyo grado de responsabilidad se ve incrementado debido a la operación de transformación, quedarán automáticamente excluidos de la sociedad; en los casos en que exista un usufructo, el consentimiento para permanecer en la sociedad deberá ser otorgado por el mismo socio, aun si el usufructuario tiene el derecho al voto; adicionalmente, pese a que el art. 83.1 TRLSC priva del ejercicio del derecho al voto al accionista moroso de dividendos pasivos, el derecho de adhesión no se perderá, y de no ejercerse por el socio, también estaremos frente a su exclusión.

Sobre la decisión de transformación, no será necesario comunicarla a los asistentes, y quienes no hayan votado a favor del acuerdo podrán adherirse a él dentro del mes siguiente a la realización de la junta, si asistieron, o de la recepción de la comunicación, en caso contrario.

Ahora, en relación con la impugnación de que trata el art. 206 LSC, este habilita únicamente a los socios que hayan hecho constar su oposición, y en el caso en que los socios hayan ejercido el derecho de adhesión al acuerdo de transformación, según GONZÁLEZ-MENESES y ÁLVAREZ se mantendrá la posibilidad de impugnar el acuerdo. Ahora, en cuanto a la forma en que debe

manifestarse la adhesión, más allá de la simple manifestación por escrito que exigía regulaciones anteriores, la LME ha previsto que debe ser fehaciente, por lo que nos atrevemos a concluir que, además de constar por escrito, deberá realizarse ante notario.⁸³

Una vez el socio ha ejercido el derecho de separación o ha quedado excluido de forma automática, se procederá a realizar el reembolso de las acciones o participaciones; el valor será el que sea acordado, y de no mediar dicho acuerdo, según lo establecido por el art. 353 TRLSC, aquel será el que determine un auditor de cuentas distinto al de la sociedad designado por el registrador mercantil.

La operación de reembolso supone una disminución del capital social, por lo que vale la pena preguntarse cómo funciona este efecto en relación con lo previsto en el art. 333 TRLSC. De acuerdo con esta norma, cuando exista una reducción de capital, en relación con los acreedores, deberá notificarse personalmente a los acreedores, y de no ser ello posible, por un lado, deberá hacerse una publicación en el Boletín Oficial del Registro Mercantil, y por el otro, se habilita a los mismos para ejercer un derecho de oposición respecto a la reducción si no ven satisfechos o garantizados los créditos de los cuales son titulares; por lo tanto, en pro de una interpretación garantista de los derechos de los acreedores es preciso mantener el derecho de oposición de estos.

En cuanto a las operaciones de fusión, por regla general, a diferencia del régimen previsto para las transformaciones, no hay cabida a otorgar a los socios el derecho a separarse de la sociedad. Sin embargo, es cuestionable si dicha negación es válida aun cuando se esté ante supuestos en los que sí se ha reconocido, como en los casos de sustitución del objeto social o de fusión heterogénea.

En el primer caso, tal como la práctica lo enseña, las más de las veces una operación de fusión implica la sustitución del objeto social de alguna de las sociedades participantes, y, tal como lo prevé el art. 346 TRLSC, una de las causales legales de separación es la modificación sustancial del objeto social. Sin embargo, quienes sostienen una interpretación restrictiva de la norma defienden la imposibilidad de aplicar este supuesto al de la fusión por considerar que la regulación sobre esta materia es de carácter especial y prima sobre la general del TRLSC, además de que este mismo cuerpo normativo no contiene remisión expresa al respecto; mientras que para algún sector de la doctrina sí es posible hablar del derecho de separación cuando haya una efectiva sustitución de las actividades que hacen parte del objeto social, y no una simple modificación; y una vez más, la práctica ha demostrado que esto es lo que efectivamente ocurre, pues

⁸³ *Ibíd.*, pp. 113-115.

tratándose de las operaciones de fusión, por excelencia se hacen con la finalidad de lograr integraciones empresariales, lo que de suyo implica actividades conexas o similares del mismo sector económico; por lo que no se trata entonces de recoger en el objeto social actividades del todo ajenas a las inicialmente incluidas, supuesto este que justificaría el ejercicio del derecho de separación.⁸⁴

En relación con los supuestos de fusión heterogénea, en principio no se daría paso al ejercicio de derecho de separación, salvo que la operación de fusión se realice entre sociedades por acciones o limitadas que den lugar a este mismo tipo societario; pues, tratándose de sociedades personalistas, se requerirá el consentimiento de todos los socios participantes en la operación. Sin embargo, una interpretación acorde al conjunto de normas del TRLSC impone la negación de este derecho, y ello es así porque, tal como se percibe en otros supuestos, cuando la ley ha querido otorgarle este tipo de protección al socio lo ha hecho expresamente; además de esto, la LME prevé la figura de la fusión heterogénea en varias modalidades, pero allí guardó silencio sobre el punto, lo que induce a pensar que de haberlo querido hubiese consagrado el derecho de separación expresamente, y, en cambio, en su lugar estableció diversos efectos, como la necesidad de obtener el consentimiento de los socios que responden de forma ilimitada por las deudas en virtud de la fusión (art. 41), o la continuación de la responsabilidad de los socios que antes asumían una responsabilidad personal (art. 48).⁸⁵

Por otro lado, el art. 50 LME hace referencia a la fusión por absorción de sociedad participada al 90%, para determinar cuáles serán las especialidades que deberán seguirse cuando la sociedad absorbente es titular del 90% o más, sin llegar al 100%, de las acciones o participaciones de la absorbida. En este caso, siguiendo el art. 28 de la Tercera Directiva, se reconocerá a los socios minoritarios un derecho de separación y de obtención del valor de sus acciones si no desean participar del proceso de fusión; por ello el art. 50.1, al referirse a la no necesidad de presentar el informe de los administradores y el del experto independiente, establece que se ofrecerá a los socios “de las sociedades absorbidas la adquisición de sus acciones o participaciones sociales, estimadas en su valor razonable, dentro de un plazo determinado que no podrá ser superior a un mes a contar desde la fecha de la inscripción de la absorción en el Registro Mercantil”.

La redacción de la norma no es bastante clara en relación con qué acciones serán las que podrán ser objeto de compra, si las de la sociedad absorbida o las que

⁸⁴ *Ibíd.*, p. 195.

⁸⁵ *Ibíd.*, p. 196.

resultasen del proceso de fusión, ni tampoco sobre cuándo deberá ejercerse este derecho de separación. GONZÁLEZ-MENESES y ÁLVAREZ consideran al respecto que las acciones a las que hace referencia la norma en cuestión son las acciones o participaciones previas a la operación de fusión, es decir las de la sociedad absorbida, ya que el numeral 3 del mismo artículo, al referirse a la operación de canje, establece que solo podrán ser canjeadas aquellas que no hayan sido adquiridas, y que el aumento de capital únicamente debe hacerse en la medida necesaria para el canje, trámites que son anteriores a la fusión en sentido estricto. Ahora, en relación con el plazo aludido en la norma, los autores citados coinciden en afirmar que este mes no es el que tienen los socios para ejercer su derecho de separación, ya que la norma inicia su cómputo a partir de una “inscripción”, no de la publicación, lo cual no garantizaría la posibilidad del ejercicio del derecho; lo que pretende la fecha es fijar un plazo máximo para realizar el pago del precio de la adquisición, y ello en términos negociales constituiría la oferta, que de ser aceptada implicaría el ejercicio del derecho por parte de los socios; por lo tanto, será en el proyecto de fusión donde se informe a los socios la oferta de compra y el valor de la adquisición; pese a que el artículo 50 no menciona hasta qué momento los socios podrán hacer uso de su derecho, por analogía con el derecho genérico de separación, entendemos que será el de un mes contado a partir la fecha de publicación del proyecto.⁸⁶

En cuanto a las fusiones transfronterizas reguladas por el art. 54 LME, que considera como tales “las fusiones de sociedades de capital constituidas de conformidad con la legislación de un Estado parte del Espacio Económico Europeo y cuyo domicilio social, administración central o centro de actividad principal se encuentre dentro del Espacio Económico Europeo, cuando, interviniendo al menos dos de ellas sometidas a la legislación de Estados miembros diferentes, una de las sociedades que se fusione esté sujeta a la legislación española”, en lo relativo al ejercicio del derecho de separación, el art. 62 de forma novedosa habilita a los socios de las sociedades españolas que participen en este tipo de operación y que hubiesen votado en contra del acuerdo de fusión, a ejercer el derecho de separación si la sociedad resultante tiene su domicilio en otro Estado Miembro, ello de acuerdo a las disposiciones contenidas en el régimen de las SRL.

En armonía con lo previsto en el art. 62 LME para la fusión transfronteriza, el art. 99 habilita a los socios que hubieran votado en contra del acuerdo de traslado del domicilio social al extranjero para separarse de la sociedad conforme a lo dispuesto en el Título IX de la Ley de Sociedades de Capital. La norma solo habilita a los socios que votaron en contra del acuerdo y cuya posición consta en

⁸⁶ *Ibíd.*, pp. 280-281.

el acta del acuerdo, es decir que dicha posibilidad no cobija a los socios ausentes, a quienes se abstuvieron de votar y a los socios que están privados ilegítimamente de la opción de voto, tal como se aprecia en la redacción del art. 346 TRLSC que abarca a los socios “que no hubieran votado a favor”.

En sana lógica, los socios ausentes son privados del derecho a separarse como una forma de compensar la negligencia en el control de la sociedad y como forma de incentivar la participación en el acuerdo, pero en voces de ECHEBARRÍA SÁENZ no resulta justificable la falta de legitimación que la LME establece para los socios que no han tenido la posibilidad de oponerse al acuerdo, ya que estos no tendrán más remedio que el de proceder con la impugnación del mismo; pero si se acude a la prueba de resistencia del acto impugnado y los votos no emitidos no eran necesarios para conformar la mayoría, la impugnación tampoco será una opción.⁸⁷

Tampoco debe dejarse de lado la situación de los accionistas sin voto, quienes deberían también estar legitimados pues, si se reconoce el derecho a oponerse en el TRLSC, deberían también tener el derecho a separarse de la compañía.

Una vez uno o alguno de los socios ha ejercido el derecho de separación, la sociedad deberá proceder a hacer la respectiva reducción de capital con amortización de las acciones, participaciones o cuotas del socio. En la misma junta donde se hace uso de este derecho podrá aprobarse la respectiva adquisición derivativa del capital, en cuyo caso las acciones o participaciones deberán ser adquiridas por un valor razonable. En el entre tanto se deberá suspender el derecho al voto, crear la reserva indispensable del caso y prohibir la asistencia financiera para la enajenación. En caso de realizarse una disminución ordinaria del capital, deberá surtirse el trámite necesario de acuerdo al tipo societario de que se trate. Es decir, deberán cumplirse las normas sobre convocatoria, publicidad e informes, entre otras.

Por último, la LME no ha previsto un derecho de separación en los supuestos de cesión global de activo y pasivo; sin embargo, si consideramos que en esta operación no siempre se tiene como resultado la extinción de la sociedad cedente, es posible que, con la contraprestación recibida de manos del cesionario, la sociedad continúe como tal y ello requiera el cambio del objeto social que desarrollaba, en cuyo caso, atendiendo a las previsiones del art. 346.1.a TRLSC,

⁸⁷ Echebarría Sáenz, ob. cit., p. 103.

será menester considerar que los socios de aquella pueden ejercer el derecho de separación previsto por la ley.

4. Derecho de impugnación

La posibilidad de restar eficacia a las decisiones que se toman en desarrollo de una operación de modificación estructural dependerá de cuál sea el objeto de la impugnación y la regulación –o ausencia de esta– que la LME haya previsto para esta materia; el ejercicio de este derecho de forma tradicional se ha establecido como un mecanismo de tutela de los intereses del socio ejercida por la intervención de un juez o tribunal, cuya participación se ha planteado en diferentes modelos que recogen de forma especial los ordenamientos de Inglaterra, Alemania y España.

En el ordenamiento jurídico inglés se establece un sistema de protección *a priori* en virtud del cual la intervención del juez se constituye como una condición *sine qua non* para dotar de eficacia a la operación de fusión⁸⁸; por lo tanto, la intervención de aquel es indispensable para legitimar materialmente mediante su control la legalidad de los efectos de la operación. Yal como lo señala PÉREZ TROYA:

El papel del juez en el procedimiento mediante el que se lleva a cabo la operación continúa siendo hoy en día preponderante [...]. A grandes rasgos, puede apuntarse que el tribunal, a petición de los legitimados para ello, ordena la convocatoria de la correspondiente asamblea que ha de dar su conformidad a la operación, y luego, este procede a la aprobación del acuerdo. Cuando la operación tiene por objeto una fusión o una escisión el procedimiento se hace más complejo, pues además de las fases mencionadas se habrán de cumplir las exigencias especificadas por el Anexo 15B, que responden a lo preceptuado por la normativa comunitaria. Por otro lado, si el acuerdo o compromiso tiene por finalidad o está en conexión con operaciones que implican la transmisión de todo o parte del activo de una sociedad (*a transferor company*) a otra (*the transferee*)

⁸⁸ Sobre esta materia ver Pérez Troya, ob. cit., p. 405.

company), la intervención del juez resulta ampliada en virtud de las competencias que atribuye a éste el art. 427 de la *Companies Act*.⁸⁹

Por tanto, el alcance de la intervención judicial estará dado por: la posibilidad de pronunciarse sobre la operación de transmisión del activo y el pasivo; la distribución o adquisición por la sociedad receptora de las acciones, obligaciones o pólizas que por el acuerdo o compromiso hayan de ser distribuidas o adquiridas por esa sociedad; la disolución sin liquidación de la sociedad transferente; las medidas para proteger los intereses de las personas que no consintieron el acuerdo, o, en últimas, todas las medidas que sean necesarias para asegurar que la operación pueda llevarse a cabo. En este panorama resulta apenas natural que el esquema inglés no tenga previsto el uso de medidas por los socios para declarar la nulidad de la operación con posterioridad a su celebración; la defensa de los intereses de aquellos se ha dejado en manos de la discreción judicial de ratificar o no el acuerdo de los socios o de decretar las medidas conducentes para su efectiva tutela.

En esta línea de amparo, el sistema alemán en el art. 352.c AktG prevé un mecanismo singular de defensa que habilita la revisión de la relación de canje en la operación de fusión en sede judicial mediante un proceso de jurisdicción voluntaria. Mediante este, si el tipo de canje se ha fijado en un valor considerablemente inferior o la condición de socio en la sociedad adquirente no supone una contraprestación suficiente a la que se ostentaba en la entidad transmitente, los titulares de las participaciones podrán exigir a la entidad adquirente una compensación mediante pagos adicionales que podrá ser incluso superior a la décima parte de las participaciones asignadas. De forma paralela, se excluyen como causales de impugnabilidad de la fusión que el canje se haya fijado por debajo de su valor o que los derechos económicos del socio en las sociedades resultantes no se consideren lo suficientemente retribuidos. Bajo esta dualidad normativa se establece por el legislador alemán un sistema tuitivo del socio individual, además de limitarse las causales de impugnación del acuerdo, proporcionando un bajo nivel de litigiosidad por reclamaciones relacionadas de forma directa con el canje de la modificación estructural, lo que asegura en mayor medida su validez y producción de efectos inmediatos.⁹⁰

⁸⁹ *Ibíd.*, p. 407.

⁹⁰ *Ibíd.*, pp. 413-418.

Pues bien, la tendencia del legislador español en el tema de la impugnación de las decisiones que se toman en el proceso de concreción de una modificación estructural es claramente restrictiva, tal como se deduce de la regulación que se hace en la LME en materia de impugnación del balance (art. 38) y del acuerdo de fusión (art. 47). El art. 38 LME prescribe la posibilidad de impugnar el balance de la operación, sin que dicha situación apareje la suspensión de la ejecución del proceso de fusión; tal como lo sostiene SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE⁹¹, “estamos ante una especialidad procesal que resulta ineludible consecuencia del criterio del legislador español a la hora de convertir la aprobación del balance de fusión en un acuerdo autónomo dentro del proceso conjunto de aprobación de la fusión. Ante la posibilidad de que el balance aprobado de forma separada también sea impugnado aisladamente, lo que se quiere es impedir que por ese solo motivo se condicione el conjunto de la fusión”.

Estarán legitimados para impulsar esta impugnación aquellos socios que consideren que están afectados por la relación de canje propuesta, por lo que procederán a solicitar al registrador mercantil del domicilio social la designación de experto independiente que fije la cuantía de la indemnización compensatoria, siempre que así se hubiera previsto en los estatutos o decidido expresamente por las juntas que acuerden la fusión o escisión de sociedades, figura un poco más cercana a la prevista en el derecho alemán a la que ya se ha hecho referencia.

En lo que atañe a la posibilidad de impugnar el acuerdo que aprueba el informe de los administradores, los partidarios de una respuesta afirmativa acuden a razones de fondo de aquel, para afirmar que su nulidad podrá ser declarada si este vulnera las normas imperativas que la LME trae para su elaboración o si alguna de las menciones que contiene contravienen de forma flagrante las disposiciones estatutarias de la sociedad o lesionan el interés social. Por otro lado, los detractores de dicho camino se acogen al carácter netamente informativo de que está revestido el informe, además de considerarlo un documento apenas preparatorio de lo que se someterá a la aprobación final de la junta, por lo cual, si hay lugar a impugnar algún defecto del informe, deberá hacerse a través de la impugnación del acuerdo que aprueba la fusión; posición que no compartimos por las razones que más adelante se expondrán.

Entrando en materia de la revisión judicial de la operación en su conjunto, el marco jurídico sugerido por la Tercera Directiva para incorporar el régimen de

⁹¹ Sánchez-Calero Guilarte, ob. cit., p. 524.

nulidades de la fusión se encuentra contenido en el art. 22⁹² que en términos generales establece la figura de carácter restrictivo, procedente solo cuando la

⁹² “Artículo 22.-1. Las legislaciones de los Estados miembros sólo podrán organizar el régimen de nulidades de la fusión en las siguientes condiciones:

“a) la nulidad deberá ser declarada por una resolución judicial;

“b) la nulidad de una fusión que hubiera surtido efectos en el sentido del artículo 17 no podrá declararse si no es por defecto bien sea de control preventivo judicial o administrativo de legalidad, o bien de acta autenticada, o bien se estableciese que la decisión de la junta general era nula o anulable en virtud del Derecho nacional;

“c) no podrá intentarse la acción de nulidad después de la expiración de un plazo de seis meses a partir de la fecha en la que la fusión fuera oponible al que invoque la nulidad, o bien si la situación hubiera sido regularizada;

“d) cuando sea posible remediar la irregularidad susceptible de ocasionar la nulidad de la fusión, el tribunal competente concederá a las sociedades interesadas un plazo para regularizar la situación;

“e) la resolución que declare la nulidad de la fusión será objeto de una publicidad efectuada según las formas previstas por la legislación de cada Estado miembro de conformidad con el artículo 3 de la Directiva 68/151/CEE;

“f) la oposición de terceros, cuando esté prevista por la legislación de un Estado miembro, no será admisible después de la expiración de un plazo de seis meses a partir de la publicidad de la resolución efectuada según la Directiva 68/151/CEE;

“g) la resolución que pronuncie la nulidad de la fusión no afectará por sí misma a la validez de las obligaciones nacidas a cargo o en beneficio de la sociedad absorbente, con anterioridad a la resolución y con posterioridad a la fecha mencionada en el artículo 17;

“h) las sociedades que hayan participado en la fusión responderán de las obligaciones de la sociedad absorbente mencionada en la letra g).

“2. No obstante lo dispuesto en la letra a) del apartado 1, la legislación de un Estado miembro podrá también permitir que una autoridad administrativa declare la nulidad de la fusión si cabe recurso contra tal decisión ante una autoridad judicial. Las letras b), d), e), f), g) y h) se aplicarán por analogía a la autoridad

operación ya haya surtido efectos si concurren determinadas causas y no han transcurrido más de seis meses desde la fecha en que la operación fuera oponible; parámetros cuya fuente más inmediata son los principios de limitación de las causas de la nulidad de la sociedad y el principio de tutela de la apariencia jurídica consagrados en la Primera Directiva. Tal como lo anota el considerando final del Preámbulo de la Tercera Directiva, “es preciso, con miras a garantizar la seguridad jurídica en las relaciones tanto entre las sociedades interesadas como entre éstas y los terceros, así como entre los accionistas, limitar los casos de nulidad y establecer, por una parte, el principio de la regularización cada vez que sea posible y, por otra, un plazo breve para invocar la nulidad”.

De la regulación prevista en la Tercera Directiva se desprende que los Estados Miembros frente a este tema podrán acoger la institución de la nulidad en los términos que este instrumento internacional ha previsto, y, si no lo acogen, en definitiva no podrán instaurar un régimen similar, por lo que en las legislaciones nacionales, ya sea expresa o tácitamente, se tendrá como inimpugnable la operación. Téngase en cuenta el caso del derecho inglés, en el que se excluye el control judicial a posteriori debido posiblemente al control previo que se ha previsto para la intervención judicial a lo largo de toda la operación, como ya ha quedado visto, lo que en términos prácticos implica que es poco probable que una vez la modificación haya tenido eficacia plena se presenten irregularidades que hayan escapado a dicho control.⁹³

El art. 47 LME establece los preceptos que habrán de tenerse en cuenta para llevar a cabo la impugnación de la fusión, pese a que el principio que inspira estos procesos es que este camino sea la *última ratio* y solo se lleve a cabo ante flagrantes violaciones del régimen de la operación; por lo demás, en pro de la seguridad jurídica y con el fin de darle curso a los efectos que las operaciones están llamadas a producir, ha de mantenerse incólume.

Tal como lo prevé el numeral 1 de la norma, “[n]inguna fusión podrá ser impugnada tras su inscripción siempre que se haya realizado de conformidad con las previsiones de esta Ley”; quedan sin embargo a salvo los derechos de los

administrativa. Este procedimiento de nulidad no podrá ser iniciado hasta seis meses después de la fecha mencionada en el artículo 17.

“3. Lo anteriormente dispuesto no obstará a las legislaciones de los Estados miembros relativas a la nulidad de una fusión declarada como consecuencia de un control de ésta distinto al control preventivo judicial o administrativo de legalidad”.

⁹³ Pérez Troya, ob. cit., p. 399.

socios y de los terceros al resarcimiento de los daños y perjuicios causados, sin pasar por alto la posibilidad que tiene el socio que se haya visto perjudicado por la relación de canje, de iniciar el trámite de la indemnización compensatoria diseñada para tal fin en el art. 38 LME.

La doctrina, de forma casi unánime, admite que la regulación de la impugnación que subyace en el art. 47 LME no excluye un régimen de impugnación anterior a la inscripción de la operación en el Registro Mercantil; por el contrario, permite a quien ostente la legitimación iniciar un proceso de impugnación sobre la validez de los acuerdos que se aprueben con anterioridad, y ello gracias a la naturaleza constitutiva que ostenta el registro sobre la operación de fusión (art. 46 LME), por lo que durante el período que transcurre entre la adopción de diferentes acuerdos y la inscripción de la operación es posible impugnar aquellos.

Pese a lo anterior, no puede desconocerse que la impugnación de los acuerdos anteriores a la fusión no tiene la virtualidad de suspender el curso normal del proceso, ya sea porque así lo prevé la ley o porque el juez no lo considera necesario como una medida preventiva. Sin embargo, cabe preguntarse sobre el estado de la cuestión cuando ha prosperado la declaratoria de nulidad del acuerdo que ha probado la fusión u otro acuerdo que contiene la voluntad en la formación del contrato asociativo, y esta ya ha sido inscrita en el Registro Mercantil. Para algunos autores, como MARTÍ MOYA, cuando se ha cuestionado la validez de alguno de los acuerdos que concurren en la formación del contrato asociativo plurilateral que la fusión representa y aquel afecta a un aspecto consustancial del diseño y la configuración de la fusión, no queda más remedio que decretar la nulidad o anulación de toda la operación; por ello, en una propuesta de armonización de las dos vías de impugnación habrá que concluir que, una vez se ha acogido la nulidad de uno de los acuerdos, si este contiene uno de los vicios que afectan la fusión, la acción de nulidad del acuerdo deberá reconvertirse en una acción de nulidad de la fusión desde el momento en que se realice la inscripción, siempre que se cumpla con los presupuestos establecidos en el art. 47 LME.⁹⁴

Ahora, ya de lleno en la norma del art. 47 LME, se tiene que la única causal invocable, en principio, para impugnar la operación de fusión es que se haya violado alguno de los preceptos contenidos en la LME; no obstante ello, para dotar de un alcance más adecuado a este precepto deberá extenderse el sentido de la

⁹⁴ Martí Moya, V., *El procedimiento de fusión de las sociedades mercantiles: Preparación, adopción e impugnación del acuerdo: Adaptado a la Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Comares, 2010, pp. 277-278.

norma para incluir el régimen que la impugnación de los acuerdos, como figura general, trae consigo; es decir, habrá de incluirse la violación del TRLSC, de las normas *antitrust* y del orden público como causales de impugnación, sin que sea clara la posibilidad de incluir la violación del interés general, los intereses de la sociedad o la lesión a la minoría; aun cuando el último inciso de la norma extiende las causales cuando se trata de una fusión por creación, por lo que podrán tenerse en consideración los supuestos de anulación del tipo societario de que se trate, como por ejemplo, violación del orden público.

Cuando se invoca la acción de impugnación para declarar la nulidad de la operación, la legitimación pasiva de la operación la ostentará la sociedad resultante de la fusión y podrá invocarse antes de que transcurran tres meses contados desde la fecha en que la fusión sea oponible a quien invoca tal pretensión.

En esta misma línea, al no existir un procedimiento judicial específico, se aplicará el régimen general de impugnación de acuerdos sociales, y la sentencia que declare la nulidad de la operación habrá de inscribirse en el Registro Mercantil y publicarse en el BORME. El apartado 3 de la norma dota de efectos a la sentencia para concluir que deberá restablecerse la situación de hecho y jurídica preexistente a la conclusión de la operación, sin que ello implique afectar la validez de las obligaciones que han sido contraídas por la sociedad como producto de la fusión, ya que en aquel supuesto las sociedades que participaron en la operación responderán de forma solidaria. No obstante lo anterior, tal como lo afirma GARRIDO DE PALMA, el complejo trámite que habrá de seguirse para reintegrar a los socios y los patrimonios a las sociedades que se han extinguido no es planteado por la ley, ni tampoco se ofrece un régimen particular de responsabilidad de los órganos de administración que han participado en la fusión.

Las consideraciones anteriores habrán de ser aplicadas por analogía del art. 73 LME sobre la escisión y del 90 LME que establece que será de aplicación a la cesión global lo dispuesto para las fusiones en el art. 47 LME.

Conclusiones

El esfuerzo realizado por el legislador español con la promulgación de la Ley 3/2009 sobre Modificaciones Estructurales, como un régimen autónomo respecto del ordenamiento societario en general, ha permitido otorgarle una solidez frente a los cambios que exige y que deben ser incorporados en las normas dedicadas al derecho de sociedades. Sin embargo, es necesario tomar las medidas conducentes a enriquecer el contenido de aquella, para dotarla de un régimen general y transversal a las operaciones de modificación, lo que permitirá la inclusión en el futuro de las operaciones que el mercado va delineando como tales, promoverá interpretaciones homogéneas y evitará el excesivo casuismo desarrollado en normas especiales, favoreciendo la simplificación de los trámites pero sin detrimento de los intereses dignos de tutela, que deberán ser protegidos en todas las etapas.

De la concepción y la adecuada interpretación del espíritu que nutre las instituciones previstas para proteger a los socios dependerá la posibilidad de encontrar un punto de equilibrio entre la rigidez de los procedimientos y su flexibilización, sin desconocer la finalidad de aquellas. Tal como lo hemos indicado, en relación con el derecho de información, no debe pasarse por alto por qué y para quién se han ideado los informes tanto de los administradores como de los expertos independientes. Si no se pierde de vista que el informe de los administradores está llamado a ejercer un control social sobre las operaciones a las que se refiere, es necesario entonces concebir un sistema que dote de consecuencias la inclusión o no de los puntos relevantes que la norma señala, y más aún la exigencia de una incorporación real de la información, y que responda al interés social, yendo más allá de la introducción meramente formal de esta, lo que implica una ruptura definitiva de la visión clásica que concibe al informe de los administradores como medio de asesoría para la emisión del voto de los socios, y que excluye los intereses que otros sujetos tienen sobre aquel.

Para lograr el objetivo anterior y con el fin de evitar que la insuficiencia de información sea motivo de impugnabilidad de la operación, también han de consignarse con mayor esmero los datos económicos y jurídicos que deberán ser vertidos en el informe de los administradores, sin que se supere la fina línea que separa la información que es de interés social y la que puede llegar a afectar el campo de la competencia con otras compañías.

En cuanto a la figura del experto independiente consideramos que su participación garantiza parcialmente la realización de operaciones cuyo objetivo principal no sea la eliminación de las minorías o que den un trato discriminatorio a los socios de las compañías; no obstante ello, sin desconocer la soberanía decisoria de la que es titular la junta de socios, han de reconsiderarse los efectos prácticos que puede

implicar la emisión de un informe desfavorable en cualquiera de sus vertientes, por lo que es el caso de acudir a una regulación que permita la modificación de la concepción inicial de la operación, sin desconocer el sistema de información y publicidad, pero a la vez sin que ello implique incurrir en altos costos tanto financieros como temporales.

Aunado a lo anterior, consideramos que el rol del experto debe ser entendido no solo como el de un informador, dotándolo de herramientas reales que le permitan fungir como auditor, con facultades informativas amplias en el área financiera, fiscal, contractual, social y laboral, y habilitándolo para emitir un juicio sobre si hay o no fundamento económico en la operación y sobre la pertinencia jurídica de la misma; juicio que solo podrá valorarse si se tiene una visión del impacto tributario, las incidencias judiciales, la proyección estatutaria y la posible afectación de la sociedad beneficiaria en razón de las obligaciones laborales de la originaria.

Finalmente, en materia de impugnación, el sistema acogido por la LME corresponde a la ideología predicada en la Tercera Directiva, garantista de la seguridad jurídica y promotora de la producción inmediata de los efectos finales de la operación. Sin embargo, en pro de la claridad que debe impregnar la concepción normativa de esta materia, debería armonizarse la posibilidad de acudir a la compensación indemnizatoria del art. 38 con una exclusión textual de la posibilidad de discutir por vía de impugnación si es adecuada la relación de canje utilizada en la operación; además de ahondar, por un lado, sobre las consecuencias directas de la declaratoria de nulidad de alguno de los acuerdos anteriores a la inscripción en el Registro Mercantil de la operación, que inciden sobre el conjunto de la modificación, y por el otro, en la etapa posterior a la declaratoria de la nulidad, cuando es necesario revertir la operación en su totalidad. Por lo demás, el gran avance que supuso la LME en la puesta al día del ordenamiento español en materia de modificaciones estructurales, no debe tenerse como un punto de llegada, sino como uno de partida para implementar, desde la legislación nacional, las medidas que enriquezcan lo hecho hasta ahora y permitan garantizar de forma eficaz los derechos de los socios.

Bibliografía

- ÁLVAREZ SÁNCHEZ, M., “La Ley de Modificaciones Estructurales y el Concepto de Modificación Estructural”, pp. 39-86, en AA.VV., *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, dir. Rodríguez Artigas, F., Arazandi, 2009.
- ANSÓN PEIRONCELY, R., “Cesión global de Activo y Pasivo”, pp. 167-198, en AA.VV., *La Ley 3/2009 de las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, dir. Ansón Peironcely et al., Civitas Thomson, 2009.
- ARROYO, I. y EMBID IRUJO, J.M., “Comentarios a la Ley de sociedades de responsabilidad limitada: Ley 2/1995, de 23 de marzo, de sociedades de responsabilidad limitada”, *BOE* nº 71, de 24 de marzo de 1995, Tecnos, 1997.
- ARROYO, I. y EMBID IRUJO, J.M., *Comentarios a la Ley de sociedades anónimas: Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de sociedades anónimas*, Tecnos, 2001.
- BOQUERA MATARREDONA, J., “Los titulares de los derechos especiales ante las modificaciones estructurales”, pp. 459-472, en AA.VV., *Derecho de sociedades y concurso: Cuestiones de actualidad en un entorno de crisis*, dir. Quijano González, J. et al., Comares, 2011.
- CORTÉS DOMÍNGUEZ, L.J. y PÉREZ TROYA, A., *Fusión de sociedades*, Thomson/Civitas, 2008.
- CORTÉS DOMÍNGUEZ, L.J. y PÉREZ TROYA, A., “La Ley de Modificaciones Estructurales y el nuevo régimen de la fusión”, pp. 125-137, en AA.VV., *El derecho mercantil en el umbral del siglo XXI: Libro homenaje al Prof. Dr. Carlos Fernández-Nóvoa*, dir. Fernández-Novoa, C. et al., Marcial Pons, 2010.
- DÁVILA MILLÁN, E., “Apuntes de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles”, pp. 139-150, en AA.VV., *El derecho mercantil en el umbral del siglo XXI: Libro homenaje al Prof. Dr. Carlos Fernández-Nóvoa*, dir. Fernández-Novoa, C. et al., Marcial Pons, 2010.
- ECHEBARRÍA SÁENZ, J.A., “Fase decisoria. Tutela de los intereses de socios y acreedores”, pp. 85-118, en AA.VV., *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, dir. Rodríguez Artigas, F., Aranzadi, 2009.
- EMBID IRUJO, J.M., “Fusión”, pp. 2229-2231, en AA.VV., *Comentarios a la Ley de sociedades anónimas: Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre*,

por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de sociedades anónimas, dir. Arroyo, I. y Embid Irujo, J.M., Tecnos, 2001.

EMBED IRUJO, J.M., “Adaptación de las directivas comunitarias en materia de sociedades: logros y retos pendientes”, pp. 293-312, en AA.VV., *Veinte años de España en la Unión Europea: Balance y perspectivas: I Congreso Nacional de Derecho Mercantil, celebrado en Barcelona, los días 12 y 13 de junio de 2006*, dir. Arroyo, I., Thomson Civitas, 2007.

EMBED IRUJO, J.M., “Apuntes sobre la evolución del derecho español de sociedades desde la perspectiva del ordenamiento comunitario”, pp. 151-162, en AA.VV., *El derecho mercantil en el umbral del siglo XXI: Libro homenaje al Prof. Dr. Carlos Fernández-Nóvoa*, dir. Fernández-Nóvoa, C. et al., Marcial Pons, 2010.

EMBED IRUJO, J.M., “Consideraciones preliminares sobre la Ley 3/2009, de 3 de abril, de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles”, pp. 441-457, en AA.VV., *Derecho de sociedades y concurso: Cuestiones de actualidad en un entorno de crisis*, dir. Quijano González, J. et al., Comares, 2011.

EMBED IRUJO, J.M., “Grupos de sociedades y modificaciones estructurales”, pp. 53-81, en AA.VV., *Modificaciones estructurales y reestructuración empresarial*, dir. Garrido de Palma, V.M., Tirant lo Blanch, 2012.

EMBED IRUJO, J.M., “La incesante reforma del derecho español de sociedades”, pp. 15-35, en *Cuadernos de Derecho y Comercio*, Nº 55, Consejo General de los Colegios Oficiales de Corredores de Comercio, 2011.

GARRIDO DE PALMA, V.M., “Transformación”, pp. 23-57, en AA.VV., *La ley 3/2009 de las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, dir. Ansón Peironcely, R. et al., Civitas Thomson, 2009.

GARRIDO DE PALMA, V.M., “Fusión”, pp. 59-131, en AA.VV., *La Ley 3/2009 de las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, dir. Ansón Peironcely, R. et al., Civitas Thomson, 2009.

GARRIDO DE PALMA, V.M., “Modificaciones en las leyes de Anónimas y Limitadas”, pp. 227-246, en AA.VV., *La Ley 3/2009 de las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, dir. Ansón Peironcely, R. et al., Civitas Thomson, 2009.

GÓMEZ PORRÚA, J.M., *La fusión de sociedades anónimas en el derecho español y comunitario*, La Ley, 1991.

GONZÁLEZ-MENESES, M., GARCÍA-VALDECASAS, J.A., y ÁLVAREZ, S., *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Dykinson, 2011.

GUASCH MARTORELL, R., *La escisión de sociedades en el derecho español: La tutela de los intereses de socios y acreedores*, Civitas, 1993.

LARGO GIL, R., *La fusión de sociedades mercantiles: Fase preliminar, proyecto de fusión e informes*, Civitas, 1992.

LARGO GIL, R., "La simplificación de la fusión y de la escisión de sociedades", pp. 577-608, en AA.VV., *Simplificar el derecho de sociedades*, dir. Hierro Anibarro, S. y Bataller Grau, J., Marcial Pons, 2010.

LARGO GIL, R., "Planteamiento jurídico y panorama legislativo: las transmisiones de empresas y modificaciones estructurales de sociedades en el Derecho Comunitario y en el Derecho Español", pp. 69-123, en AA.VV., *Transmisiones de empresas y modificaciones estructurales de sociedades*, dir. Beneyto, J.M. et al., Bosch, 2010.

MARTÍ MOYA, V., *El procedimiento de fusión de las sociedades mercantiles: Preparación, adopción e impugnación del acuerdo: Adaptado a la Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Comares, 2010.

MUÑOZ PÉREZ, A.F., "La escisión", pp. 387-441, en AA.VV., *Transmisiones de empresas y modificaciones estructurales de sociedades*, dir. Beneyto, J.M. et al., Bosch, 2010.

NAVARRO MATAMOROS, L., "Tendencias del Derecho Societario actual", pp. 21-42, en AA.VV., *Derecho de sociedades y concurso: Cuestiones de actualidad en un entorno de crisis*, dir. Quijano González, J. et al., Comares, 2011.

OLIVERA MASSÓ, P., "Publicidad y transparencia de los procesos de modificación estructural", pp. 297-324, en AA.VV., *Estudios jurídicos sobre operaciones de reestructuración societaria*, dir. Sánchez Álvarez, M., Aranzadi, 2008.

PÉREZ TROYA, A., *La tutela del accionista en la fusión de sociedades*, Civitas, 1998.

QUIJANO GONZÁLEZ, J., "El proceso de elaboración de la Ley sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles", pp. 25-38, en AA.VV., *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, dir. Rodríguez Artigas, F., Aranzadi, 2009.

QUIJANO GONZÁLEZ, J., “El derecho español de sociedades en la última década: reformas y proyectos”, pp. 3-15, en AA.VV., *Derecho de sociedades y concurso: Cuestiones de actualidad en un entorno de crisis*, dir. Quijano González, J. et al., Comares, 2011.

SÁNCHEZ CALERO, F., *Comentarios a la Ley de sociedades anónimas*, Editoriales de Derecho Reunidas, 1993.

SÁNCHEZ- CALERO GUILARTE, J., “Informe de los administradores y de los expertos independientes. Balance de fusión”, pp. 489-526, en AA.VV., *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, dir. Rodríguez Artigas, F., Aranzadi, 2009.

SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J.C., GARDEAZÁBAL, J., GARRIDO CHAMORRO, P., AGUILAR GARCÍA, M., GARRIDO DE PALMA, V.M. y Junta de Decanos de los Colegios Notariales de España, *Homenaje a Víctor Manuel Garrido de Palma*, Civitas, 2010.

SEQUEIRA MARTÍN, A., “Fusión”, pp. 79-84, en AA.VV., *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, t. VII, dir. Sánchez Calero, F., Editoriales de Derecho Reunidas, 1993.

TAILLEFER MARTOS, M., *Audidores y expertos independientes: Intervención en operaciones societarias y auditoría de cuentas*, Francis Lefebvre, 2002.

YANES YANES, P., “La tutela del socio en la escisión: continuidad de la participación, proporcionalidad asignativa y relación de canje”, pp. 527-552, en AA.VV., *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, dir. Rodríguez Artigas, F., Aranzadi, 2009.