

EL SUPUESTO DE HECHO TRANSMISIVO DE LA PARTICIPACIÓN SOCIAL EN LA FUSIÓN POR ABSORCIÓN DE UNA SOCIEDAD PARTICIPADA EN EL 90% O MÁS, PERO NO EN LA TOTALIDAD DE SU CAPITAL POR LA SOCIEDAD ABSORBENTE

JOSÉ RAMÓN SALELLES
Consultor*

El supuesto de hecho transmisivo de la participación social en la fusión por absorción de una sociedad participada en el 90% o más, pero no en la totalidad de su capital por la sociedad absorbente

En la Ley de Modificaciones Estructurales destaca la nueva regulación de la fusión por absorción de una sociedad participada al 90% pero no en la totalidad de su capital por la sociedad absorbente, por la que se incorpora al ordenamiento jurídico español alguna de las posibilidades de simplificación que brinda el ordenamiento comunitario. Se permite expresamente prescindir de los informes de administradores y expertos independientes sobre el proyecto de fusión si se ofrece la adquisición de las acciones o participaciones a los socios de las sociedades absorbidas. Esta posibilidad no puede interpretarse con independencia de las exigencias que resultan del régimen general de la fusión, especialmente por lo que se refiere al aumento de capital que haya de realizar la sociedad absorbente o al tipo de canje. El reconocimiento del derecho a transmitir las acciones o participaciones a partir de la oferta de adquisición no resulta de la forma en que se ha regulado la respuesta más adecuada en relación con el procedimiento de fusión. Una de las principales dificultades de la nueva regulación reside precisamente en la interpretación de algunos aspectos relacionados con la transmisión, particularmente por lo que se refiere al plazo de adquisición y a las reglas de valoración de las acciones o participaciones transmitidas.

The transfer of shares in a merger by acquisition carried out by a company which holds 90% or more, but not all, of the shares of the company being acquired

The Act 3/2009 of 3 April on Structural Changes in trading Companies regulates for the first time the merger by acquisition carried out by a company which holds 90% or more, but not all, of the shares of the acquired company, according to the European law. There is no need to render a written report by the administrative bodies of the merging companies nor by the experts on the draft terms of the merger, if it is offered to the shareholders the acquisition of the shares of the acquired companies. This possibility can not be interpreted without taking into account the general requirements established for mergers, particularly if the acquiring company must increase its capital, or concerning the exchange ratio. The way it has been articulated the entitlement of minority shareholders to have their shares acquired through the offer by the acquiring company does not seem though to be the best response taking into account the consequences of the merger. Special difficulties arise regarding the transfer, such as the ones related to the term of acquisition, or the valuation of the shares.

1 · INTRODUCCIÓN

El régimen jurídico de las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles se ha presentado característicamente vinculado a la protección de determinados intereses¹. Su modernización se pretende mediante la simplificación del procedimiento y la reducción de sus costes, sin merma de lo que se considera indispensable para la protección de terce-

ros². Con esta finalidad la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles (LME), ha introducido en nuestro ordenamiento alguna de las posibilidades brindadas por la Tercera y Sexta Directivas —la Directiva 78/855/CEE, de 9 de octubre de 1978, y la Directiva 82/891/CEE, de 17 de diciembre de 1982—, que no habían sido previamente incorporadas por la Ley 19/1989, de 25 de julio (Preámbulo, I, LME).

* De Uría Menéndez (Barcelona). El autor quiere agradecer los comentarios y las observaciones recibidas de los profesores José Massaguer e Ignacio Farrando, y asume la responsabilidad por los posibles errores que el trabajo pudiera contener.

¹ Cfr. R. Uría, A. Menéndez y J. L. Iglesias: «Fusión y escisión de sociedades», en R. Uría y A. Menéndez (dirs.): *Curso de Derecho mercantil*, t. I, 2.ª ed., Madrid, 2006, págs. 1383-1420, pág. 1383.

² Pueden verse, por ejemplo, las recomendaciones formuladas por el comité de expertos presidido por Jaap Winter sobre la simplificación del procedimiento de fusión en el régimen comunitario en relación con la junta general de la sociedad absorbente, en *Report of the High Level Group of Company Law experts on a modern regulatory framework for Company Law in Europe*, Bruselas, 4.11.2002, capítulo VI, págs. 108 y 109.

En la nueva regulación de la fusión debe destacarse el régimen dispuesto para la absorción de una sociedad participada al 90% o más, pero que no está participada en su integridad, por la sociedad absorbente³. En este supuesto se puede prescindir de la junta de socios de la sociedad absorbente (art. 51 LME) y, si se ofrece la adquisición de las acciones o participaciones de las sociedades absorbidas, del informe de administradores y expertos sobre la fusión (art. 50 LME). Sistemáticamente, este régimen se presenta en la sección octava del capítulo primero de la ley dedicado a las fusiones en general, como un supuesto de fusión especial, con una decidida intención de simplificación formal. No pueden desconocerse, sin embargo, las implicaciones de carácter material de las nuevas disposiciones sobre los efectos de la fusión. Basta pensar en la incidencia de la oferta de adquisición de las acciones o participaciones de las sociedades absorbidas sobre la continuidad en la participación propia de la fusión (art. 24 LME).

El objeto de este trabajo consiste precisamente en atender a esta singularidad, examinando de manera particular la relación entre la fusión y el supuesto de hecho transmisivo activado por la referida oferta. A tal fin parece oportuno realizar una breve referencia a la regulación comunitaria que ahora se incorpora, considerar la relación sistemática de esta especialidad con otros supuestos de fusión y atender, en fin, al régimen de transmisión al que se condiciona la simplificación formal, por sus indudables implicaciones para el procedimiento de fusión.

2 · LA TRANSPOSICIÓN AL ORDENAMIENTO INTERNO DE LA REGULACIÓN COMUNITARIA Y EL ÁMBITO DE APLICACIÓN DEL RÉGIMEN DE SIMPLIFICACIÓN

La Tercera Directiva establecía en su apartado IV un régimen específico, de mayor simplificación respecto al régimen general, para la absorción de una sociedad por otra que poseyera el 90% o más de acciones y títulos que confirieran derechos de voto de la primera, de distinta intensidad según el grado de participación. De manera específica, su artículo 28 dispuso que los Estados miembros podrían no aplicar los artículos 9 (relativo al informe de los administradores), 10 (relativo al informe de los expertos) y 11 (relativo a los derechos de información de los socios) a una fusión en el sentido del artículo 27 (fusión por absorción de una o varias sociedades por otra sociedad que fuera titular del 90% o más, pero no de la totalidad de sus acciones y demás títulos que confieran derecho de voto en la junta general), si se cumplieran las siguientes condiciones: (a) que los accionistas minoritarios de la sociedad absorbida pudieran ejercer el derecho de hacer adquirir sus acciones por la sociedad absorbente, supuesto en que (b) tendrían derecho a obtener una contrapartida correspondiente al valor de sus acciones y que (c) en caso de desacuerdo sobre esta contrapartida, esta debería poder ser determinada por un tribunal.

Este régimen se modificó por la Directiva 2009/109, de 16 de septiembre de 2009, de modificación de las Directivas 77/91/CEE, 78/855/CEE y 82/891/CEE del Consejo y la Directiva 2005/56/CEE, en lo que se refiere a las obligaciones de información y documentación en el caso de las fusiones y escisiones⁴. La procedencia de la simplificación de las obligaciones de presentación de informes se afirmó a partir de los reducidos efectos económicos de la fusión para los accionistas y los acreedores si la sociedad matriz fuera titular de al menos el 90% de las acciones y otros títulos de la filial que confieren el derecho a voto (considerando 10). El nuevo régimen dispuesto por los artículos 27 y 28 sustituyó el carácter facultativo de la simplificación de procedimiento para los Estados miembros y la exigió si se cumplían determinadas condiciones. Se añadió a las condiciones de simplificación establecidas inicialmente [art. 28 c)] que en caso de des-

³ La doctrina había señalado la oportunidad de la incorporación de este régimen, descartada la aplicación por analogía del régimen de fusiones simplificadas a estos supuestos en la regulación anterior (art. 250 Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, LSA), *cf.* L. J. Cortés y A. Pérez Troya: *Fusión de sociedades*, en R. Uría, A. Menéndez y M. Olivencia (dirs.): *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. IX, vol. 2.º, Madrid, 2008, págs. 502 y 503; o A. Sequeira, en M.ª Candelas, A. Sequeira y V. Santos: *Transformación, fusión y escisión*, en F. Sánchez Calero (dir.): *Comentarios a la ley de sociedades anónimas*, t. VII, Madrid, 1993, págs. 318 y 319. La *Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles*, aprobada por la Sección de Derecho mercantil de la Comisión General de Codificación el 16 de mayo de 2002, Ministerio de Justicia, Madrid, 2002, asimilaba desde el punto de vista de la simplificación de procedimiento la absorción de sociedad participada al 90% del capital a los supuestos de absorción de sociedades íntegramente participadas (art. 542.2).

⁴ DOUE, L 259/14, 2.10.2009.

acuerdo sobre la contrapartida, esta había de poder ser determinada alternativamente por una autoridad administrativa. Por otro lado, se consideró innecesaria la simplificación formal si la legislación nacional permitía a la sociedad absorbente requerir, sin una oferta pública de adquisición previa, que todos los titulares de las participaciones restantes de la sociedad o sociedades a ser absorbidas le vendieran dichas participaciones antes de la fusión a un precio justo (art. 28 II). La Directiva 2011/35/UE de 5 de abril de 2011⁵, relativa a la fusión de sociedades anónimas, que pretende una mayor racionalidad y claridad del régimen aplicable, acoge la referida modificación y ofrece una versión consolidada del artículo 28.

El régimen que ahora se incorpora a nuestro ordenamiento para este supuesto de fusión es el contemplado en un primer momento por la Tercera Directiva, generalizándolo, sin afectar al derecho de información de los socios (art. 39 LME), y fijando un sistema específico de condiciones para prescindir de los informes de los administradores y expertos sobre el proyecto de fusión. De conformidad con el modelo comunitario, el grado de simplificación formal es menor que el contemplado para los supuestos de absorción de sociedades íntegramente participadas (arts. 49 y 52 LME). El tenor del artículo 48 del proyecto de ley cuya aprobación se encomendó a la Comisión de Justicia por la Mesa de la Cámara el 27 de mayo de 2008⁶ coincide con lo establecido en el vigente artículo 50 de la ley. Durante la tramitación parlamentaria de la ley, la regulación inicialmente proyectada fue únicamente objeto de una enmienda presentada en el Senado relacionada con el modo de determinación del valor de las acciones o participaciones adquiridas en caso de desacuerdo de los socios sobre el precio, que resultó finalmente retirada⁷.

Este régimen de simplificación no resulta de aplicación completa en todo caso, por su relación con el régimen general de la fusión y con otros supuestos específicos de fusión. Expresamente se reconoce que será necesario el informe de los administradores en las fusiones transfronterizas (art. 50.1 LME). Por otro lado, en la fusión posterior a la adquisición de una sociedad con endeudamiento de la adquirente, el informe de expertos será necesario si para la adquisición del 90% o más del capital se hubieran contraído deudas en los tres años inmediatamente anteriores (art. 35.3.^a LME)⁸. Debe también convenirse en que si la sociedad absorbente fuera una sociedad anónima y la continuidad de los socios de la sociedad absorbida exigiera el aumento de su capital, los expertos habrán de informar manifestando que el patrimonio aportado es igual, por lo menos, al aumento de capital de la absorbente (arts. 34.3 y 50.3 LME)⁹. Nada impide, por lo demás, que

do la enmienda, votada en bloque con otras (2, 5, 6 y 7) fue rechazada, *DS, Senado, Comisiones, Comisión de Justicia*, núm. 119, 9.3.2009. En el Pleno, se anunció la retirada de la enmienda, *DS, Senado, Pleno*, núm. 32, 11.3.2009 (pág. 1465 y ss.). El Pleno del Congreso aprobó el proyecto de ley el 18 de marzo de 2009, sin modificación en este punto, *BOCG, Congreso de los Diputados*, serie A, núm. 4-12, 2.4.2009.

⁸ Lo señala también, F. Vicent: *Introducción al Derecho mercantil*, v. I, Valencia, 2010, pág. 764. No obstante, con otro criterio, A. Roncero: «Fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento del adquirente», en F. Rodríguez Artigas *et al.* (dir.): *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, t. I, Madrid, 2009, págs. 721 a 766, pág. 760, nota 83. En el ordenamiento jurídico italiano en la regulación de los supuestos de fusión posterior a una adquisición con endeudamiento de la adquirente se excluye expresamente la aplicación de las reglas de simplificación para la fusión en que la absorbente tuviera el 90% o más pero no la totalidad del capital de la sociedad absorbida (art. 2501 bis CCit). La doctrina considera aquella regulación como especial respecto a las reglas generales de simplificación, pueden verse por todos las observaciones de F. Ferrara y F. Corsi: *Gli imprenditori e le società*, 13.^a ed., Milán, 2006, págs. 1011 y 1012.

⁹ Las dudas a que había dado lugar el tenor del artículo 34 de la Ley sobre Modificaciones Estructurales en relación con la capacidad de disponer sobre el informe de expertos se despejaron por la RDGRN 2.2.2011, *BOE* 22.3.2011, núm. 69, págs. 30627 a 30632, en el sentido de que el contenido del informe del experto independiente relacionado con la aportación patrimonial era exigible por el principio de realidad del capital social. La reciente modificación introducida por la disposición final tercera de la ley 25/2011 de 1 de agosto, de reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital, dando una nueva redacción a los apartados 4 y 5 del artículo 34, acoge esta interpretación. A los supuestos contemplados por la nueva redacción del artículo 34.5 de la Ley sobre Modificaciones Estructurales ha de añadirse precisamente que la absorbente haya ofrecido la adquisición de las acciones o participaciones de la absorbida y sea necesario el aumento de su capital, supuesto en que el informe ha de estar integrado por la parte referida a la realidad de la aportación. También en este caso resulta necesaria la consistencia

⁵ *DOUE*, L 110/1, 29.4.2011.

⁶ *BOCG, Congreso de los Diputados*, serie A, núm. 4-1, 30.5.2008.

⁷ Enmienda núm. 3, presentada por el grupo parlamentario de CiU en el Senado, *BOCG, Senado*, serie II, núm. 9.c), 18.2.2009 proponiendo una redacción diferente del artículo 50.2 del proyecto de ley. Se pretendía que los socios que no estuvieran de acuerdo con el valor que se hubiera hecho constar para las acciones o participaciones en el proyecto pudieran instar del Registro mercantil del domicilio social la designación de experto independiente que fijara la cuantía del valor razonable. La justificación de la enmienda estaba relacionada con el coste que supondría el recurso al procedimiento judicial en relación con el expediente de jurisdicción voluntaria, presentando quizá de forma no muy adecuada la evaluación del precio de una acción como una cuestión menor. En la Comisión de Justicia del Sena-

deje de aplicarse este régimen específico si el régimen general permite una mayor simplificación. El socio que tenga el 90% o más del capital y los socios minoritarios pueden ciertamente acordar con la asistencia de todos y por unanimidad la fusión, por lo que para los tipos de sociedad previstos en la ley no resultarán de aplicación las normas generales sobre el proyecto y el balance de fusión (art. 42 LME).

Parece claro, desde otro punto de vista, que la simplificación del procedimiento de fusión mediante el reconocimiento de un derecho de adquisición no ha de impedir el recurso a la cesión global de activo y pasivo como modalidad de modificación estructural a favor del socio mayoritario, como beneficiario de la cesión, con la correspondiente liquidación de la participación de los socios minoritarios (art. 81.2 LME). Atendiendo a la fracción de capital que resulta afectada, el 10% o menos, del capital de la sociedad, el interés social no exige el reconocimiento a favor de los correspondientes socios de un derecho de adquisición de sus acciones o participaciones¹⁰. La viabilidad de la cesión global de activo y pasivo como modificación estructural no puede resultar modalizada por el régimen dispuesto para la simplificación del régimen de la fusión mediante la oferta de adquisición, más allá de las implicaciones que puedan derivar de la determinación de la razonabilidad de la compensación.

3 · LA TRANSMISIÓN DE LAS ACCIONES O PARTICIPACIONES COMO TRANSACCIÓN SOCIETARIA EN EL PROCEDIMIENTO DE FUSIÓN

a) La relación de participación que presupone la simplificación del procedimiento de fusión

La sociedad absorbente ha de tener la titularidad directa del 90% o más, pero no de la totalidad, del capital de la sociedad o de las sociedades anónimas o limitadas que vayan a ser objeto de absorción para que pueda aplicarse el régimen simplificado. La expresión titularidad directa tiene el mismo sen-

tido que posee en la misma sección para los supuestos de absorción de sociedades íntegramente participadas o asimilados a estos últimos. Resulta decisiva la propiedad del capital de las sociedades absorbidas y el modo en que se ostenta: directamente, de manera formalmente inmediata¹¹. No son relevantes en consecuencia las vicisitudes que afecten a la posición jurídica del socio por disposiciones legales, estatutarias o contractuales. De manera particular, en la sociedad de responsabilidad limitada la referida titularidad puede no implicar una situación de control sobre la absorbida¹², por lo que difícilmente concurrirá el interés que la norma trata de tutelar en el ámbito de reorganización del grupo. Cabe también que con una participación en el capital por debajo del referido umbral se alcance el control, sin que entonces la fracción de capital que resulta afectada, por definición, más del 10%, permita la simplificación del régimen general.

Conviene finalmente advertir que la titularidad directa no ha de darse respecto a todas las sociedades absorbidas: la simplificación se predica de cada una de las sociedades en que concurra, y únicamente respecto a los socios de esa sociedad, si no se diera para todas.

b) La oferta de adquisición como condición de simplificación del procedimiento de fusión

La condición de simplificación de la fusión está constituida por la posibilidad de la transacción, y no por su perfección. Es bastante que se ofrezca la adquisición, como forma de reconocer a favor de los socios de las sociedades absorbidas una opción de venta, para incorporar al ordenamiento jurídico español el derecho a hacer adquirir las acciones del Derecho comunitario. De este modo, si tuvieran que canjearse las acciones o participaciones que una vez realizada la oferta no fueran adquiridas no se activa el régimen general de la fusión y, en consecuencia, no será exigible la elaboración de un informe de administradores y expertos sobre el proyecto de fusión (art. 50.3 y 31.2.^a LME). El socio que no manifiesta su voluntad de transmitir acepta

valorativa del régimen de la fusión con el régimen general de protección del capital (art. 67 LSC) y con el régimen de la transformación (art. 48.3 LME).

¹⁰ La doctrina que se aproximó al estudio de los *squeeze outs* en el Derecho español consideró el recurso a la disolución con cesión global de activo y pasivo a favor del socio mayoritario, destacando la importancia que en la valoración de la transacción podía tener la fracción de capital afectada, *cf.* C. Paz-Ares: «Aproximación al estudio de los «squeeze-outs» en el Derecho español», *RDBB*, 2003, págs. 7-38, págs. 25 y 26, pág. 28 y ss.

¹¹ *Cfr.* J. Juste «Fusiones especiales», en F. Rodríguez Artigas *et al.* (dir.): *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, ob. cit., t. I, págs. 767-803, pág. 769.

¹² Como advierte también J. Juste: «Fusiones especiales», ob. cit., pág. 796.

su continuidad en la sociedad absorbente renunciando a la información sobre la adecuación del tipo de canje¹³.

La oferta de adquisición ha de contenerse en el proyecto de fusión, diseñando una transacción con dos notas relevantes. Por un lado, el derecho a hacer adquirir las acciones o participaciones depende de aquella voluntad negocial manifestada como oferta contractual, apartándose de la construcción de los derechos individuales del socio a partir del modelo constituido por el derecho separación¹⁴. Esta solución contrasta, por ejemplo, con la acogida en una perspectiva comparada en el ordenamiento jurídico italiano que, con mejor técnica, subordina la simplificación del procedimiento al reconocimiento del derecho a hacer adquirir las acciones o participaciones a partir de aquel modelo (art. 2505 bis CCit). Por otro lado, se prevé que la adquisición tenga lugar en el ámbito de la sociedad absorbida: la adquisición ha de ofrecerse por la sociedad absorbente que, por definición, es socia de la sociedad absorbida. Con estas peculiaridades no parece dudoso que la transacción participe de la lógica de

las transacciones internas¹⁵, como transacción destinada a realizarse en el seno de la sociedad en términos que resultan legal o estatutariamente preestablecidos. A falta de acuerdo sobre el valor de las acciones o participaciones cuya adquisición se ofrece se dispone el recurso a un procedimiento para hacer exigible que la sociedad absorbente las adquiera por su valor razonable (art. 50.2 LME).

Los socios de las sociedades absorbidas continuarán en la sociedad absorbente si las sociedades participantes en la fusión deciden no aplicar el régimen simplificado (art. 24 LME). Nada impide, sin embargo, que contando con los correspondientes informes de administradores y expertos sobre el proyecto de fusión, la sociedad absorbente ofrezca igualmente la adquisición de las acciones o participaciones de los socios de las sociedades absorbidas¹⁶. Parece claro que si la oferta no es condición de simplificación formal queda fuera del ámbito de aplicación de la norma, y serán de aplicación las reglas generales sobre la transmisión de acciones o participaciones. En cualquier caso, para simplificar el procedimiento de fusión ha de realizarse la correspondiente oferta en los términos legalmente establecidos.

Si se realiza la oferta de adquisición, los informes de administradores y de expertos, que han de prestar una especial atención al tipo de canje que refleja la continuidad en la participación y su valoración (arts. 33 y 34 LME)¹⁷, resultan prescindibles porque los socios pueden dejar de serlo. La simplificación se acepta en consecuencia no porque no haya canje, sino porque no se reputa imprescindible el

¹³ Cfr. J. Juste: «Fusiones especiales», ob. cit., págs. 799 y 800.

¹⁴ Está implícita en esta construcción un tratamiento de la oferta del contrato como negocio destinado a producir en el destinatario, los socios de las sociedades absorbidas, el efecto de atribuir un derecho, el de hacer adquirir las acciones o participaciones, que no resulta perfectamente compatible con la construcción de la aceptación, en cuanto manifestación de la voluntad de transmitir, como acto que propiamente no puede tenerse como de ejercicio de un derecho, sino de autonomía privada y de ejercicio de la capacidad de obrar, cfr. L. Díez Picazo: *Fundamentos del Derecho civil patrimonial, I, Introducción. Teoría del contrato*, Madrid, 1996, pág. 285. Esta observación es relevante porque en la doctrina se ha identificado este régimen jurídico con la atribución de un derecho de vender, cfr. J. Juste: «Fusiones especiales», ob. cit., págs. 795 y 800, o con la oferta de *sell out*, cfr. F. Vicent: «Reforma del régimen de la fusión y otras modificaciones estructurales», *RdP*, 2008, págs. 25-76, pág. 63. El sistema parece construido a partir del modelo ofrecido por el ordenamiento jurídico alemán para permitir la salida del socio en supuestos en que se produce transformación, pérdida de cotización, limitaciones a la transmisibilidad de participaciones, o fusión transfronteriza mediante la «*Abfindungsangebot*» (§§ 29 y ss., § 122 i, *Umwandlungsgesetz*, *UmwG* 28.10.1994). Debe advertirse que para la fusión transfronteriza el ordenamiento jurídico español reconoce un derecho de separación (art. 62 LME) y que el ordenamiento jurídico alemán para el supuesto que ahora se considera como fusión simplificada establece un mecanismo de exclusión (§ 62. 5 *UmwG*). Conviene tener en cuenta adicionalmente que, por esa diferente caracterización, la oferta en el ordenamiento jurídico alemán es obligatoria, para hacer efectivo el derecho a vender. No se configura como presupuesto de ejercicio del derecho, sino como su consecuencia y, por tanto, participa con mayor claridad de la estructura de los derechos individuales del socio, cfr. G. Grunewald, en M. Lutter y M. Winter (eds.): *Umwandlungsgesetz Kommentar*, t. I, 4.ª ed., Colonia, 2009, pág. 629.

¹⁵ Conviene recordar que esta lógica está orientada por la naturaleza liquidativa de la contraprestación, por el principio de igualdad de socios y por la regla de valor razonable, cfr. en relación con la aplicación de descuentos en la valoración de las participaciones sociales C. Paz-Ares y A. Perdices: «Lógica y límites de los descuentos por iliquidez y minoría en la valoración de las participaciones sociales», *Revista Española de Capital Riesgo*, núm. 2, 2010, págs. 3-19, pág. 6 y ss.

¹⁶ A favor de la autonomía de la oferta se pronuncia, J. Juste: «Fusiones especiales», ob. cit., págs. 795 y 796, nota 45.

¹⁷ Conviene recordar en este sentido que el informe de los administradores ha de explicar los criterios y el método que se ha seguido para proponer un determinado tipo de canje, completando lo dispuesto en el proyecto, y que el informe de los expertos se ha de referir, precisamente, a la justificación ofrecida por los administradores, cfr. J. Sánchez-Calero Guilarte: «Informe los administradores y de los expertos independientes. Balance de fusión», en F. Rodríguez Artigas et al. (dir.): *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, ob. cit., t. I, págs. 497 y 498, y págs. 516 y 517.

control de su adecuación¹⁸. No es seguro, sin embargo, especialmente por la singularidad del ordenamiento jurídico español en este ámbito, que se pueda fijar el tipo de canje sin contar con las bases dispuestas legalmente (art. 25 LME). Que pueda prescindirse de los informes de administradores y expertos sobre el proyecto de fusión no puede legitimar una fijación arbitraria del tipo de canje que permita una exclusión de hecho de los socios minoritarios de las sociedades absorbidas¹⁹. La opción de venta no puede convertirse para los socios minoritarios en virtud de la simplificación formal en una necesidad para mantener el valor de su participación en el capital de la sociedad absorbida. Al mismo tiempo esta previsión refuerza como regla la dimensión societaria de los referidos informes²⁰.

4 · LA OFERTA DE ADQUISICIÓN Y LA MANIFESTACIÓN DE LA VOLUNTAD DE TRANSMITIR

a) La oferta de adquisición por la sociedad absorbente

La oferta ha de realizarse por la sociedad absorbente para adquirir las acciones o participaciones de

los socios de las sociedades absorbidas. Lo dispuesto en el primer párrafo del artículo 50 de la Ley sobre Modificaciones Estructurales no hace evidente que un sujeto distinto no pueda adquirirlas, pues literalmente requiere que la sociedad absorbente ofrezca la adquisición, como sucedería, por ejemplo, con la adquisición por los socios de la propia sociedad absorbente o por un tercero. No obstante, lo dispuesto en el párrafo segundo parece excluirlo sistemáticamente: los socios han de manifestar la voluntad de transmitir a la sociedad absorbente y, en caso de desacuerdo sobre el valor, las acciones judiciales se ejercitarán para exigir que la sociedad las adquiera. No se ve, sin embargo, la razón para no aceptar que la sociedad absorbente pueda ofrecer la adquisición por ella misma o por un tercero. Esta interpretación contribuye a la realización de la finalidad perseguida al reconocer a los socios de las sociedades absorbidas la facultad de transmitir sus acciones o participaciones²¹.

Desde la perspectiva de la sociedad absorbente la oferta y adquisición son actos de administración y competen en consecuencia a su órgano de administración. La ley establece el objeto y el contenido de la oferta. La oferta tiene por objeto la adquisición de las acciones o participaciones de los socios de las sociedades absorbidas. La oferta debe referirse a todas las acciones o participaciones que representen el capital restante de la sociedad respecto a la que se pretende la simplificación, sin que resulte necesaria su determinación expresa por numeración, clase o serie. Nada impide que se pueda refe-

¹⁸ Con claridad, para un planteamiento similar en la doctrina italiana, *cf.* F. di Sabato: *Diritto delle Società*, 2.^a ed., Milán, 2005, pág. 533, O. Cagnasso: «Comentario de los artículos 2505-2505 quater», en G. Cottino (dir.): *Il nuovo diritto societario*, t. III, Bologna, 2004, págs. 2348-2354, pág. 2353, o A. Tamborino: *Le operazioni straordinarie*, Milán, 2004, pág. 98.

¹⁹ En la doctrina la adecuación del tipo de canje se ha presentado con independencia de las exigencias formales de verificación en relación con la posición de los socios, tanto en relación con el régimen vigente, *cf.* R. Largo: «La fase previa y el proyecto de fusión», en F. Rodríguez Artigas *et al.* (dir.): *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, ob. cit., t. I, págs. 421 a 487, pág. 459, como con anterioridad, L. J. Cortés y A. Pérez Troya: *Fusión de sociedades*, ob. cit., pág. 130. En la medida en que la legislación española no permite a la sociedad absorbente exigir que todos los titulares de las participaciones restantes de la sociedad o sociedades a ser absorbidas las vendan antes de la fusión a un precio justo sin previa oferta pública de adquisición (art. 28 Directiva 2011/35), el derecho a vender funciona como condición de simplificación. El mantenimiento en el ordenamiento jurídico italiano en estos supuestos de la necesidad de contar con un informe de administradores que justifique legal y económicamente el tipo de cambio ha llevado a la doctrina a excluir la posibilidad de su determinación arbitraria, *cf.* M. Tamburini: «Comentario del artículo 2505 bis», en A. Maffei (dir.): *Il nuovo Diritto delle Società*, v. IV, Padua, 2005, págs. 2572 a 2575, pág. 2573.

²⁰ Parece claro también aquí que al prescindir del informe de los administradores y expertos no resultan afectados los derechos de información que en relación con la fusión pueden

corresponder a otros interesados como obligacionistas, titulares de derechos especiales y representantes de los trabajadores, tanto en aplicación de la Ley sobre Modificaciones Estructurales (art. 39 LME), como especialmente, en relación con aquellos últimos, del Estatuto de los Trabajadores (art. 44).

²¹ En el ordenamiento jurídico italiano la expresión «*far acquistare le loro azioni o quote dalla società incorporante*» ha permitido una interpretación amplia en el sentido de considerar también aceptable la adquisición por los socios o por un tercero indicado por la sociedad, como resulta de las orientaciones en materia societaria impartidas por la *Commissione Società del Consiglio Notarile di Milano*, núm. 58, (en adelante, *Consiglio Notarile di Milano*), *cf.* I. Demuro: «Rassegna di giurisprudenza. Fusioni e Scissioni», *Giur. Comm.*, 2010, págs. 5-44, págs. 13 y 14. En el ordenamiento jurídico alemán la oferta de adquisición realizada por la sociedad absorbente no ha impedido el reconocimiento de la facultad de transmitir la participación desde la adopción del acuerdo de fusión hasta el momento en que la oferta puede aceptarse, para evitar la incorporación a la absorbente o reducir el tiempo de permanencia en la misma, (§ 33 UmwG) *cf.* G. Grunewald, en M. Lutter y M. Winter (eds.): *Umwandlungsgesetz Kommentar*, ob. cit., t. I, pág. 647 y ss.

rir a una o varias sociedades absorbidas si concurren los presupuestos de participación, toda vez que los informes de administradores y, como regla, los informes de expertos han de emitirse para cada una de las sociedades que participan en la fusión (arts. 33 y 34 LME). Por otro lado, la oferta ha de indicar el precio establecido para la adquisición de las acciones o participaciones, estimado como valor razonable en relación con la transacción que se propone²², y establecer un plazo determinado para su adquisición.

Formalmente la oferta ha de realizarse en el proyecto común de fusión (art. 50.1 LME). Con la suscripción del proyecto, los administradores de las sociedades que participan en la fusión aceptan las condiciones en que se ha de proponer su realización, de manera particular por lo que se refiere a la posibilidad de prescindir de los informes de administradores y expertos²³. La sociedad absorbente puede modificar o revocar unilateralmente la oferta realizada hasta ese momento. Suscrito el proyecto no será necesario poner a disposición de socios, obligacionistas y titulares de derechos especiales de la sociedad a la que se dirige la oferta los referidos informes al tiempo de la convocatoria de la junta a la que haya de someterse su aprobación (art. 39.1 LME). Estos diferentes interesados tampoco tienen

derecho a examinar estos documentos si la junta se celebrara como junta universal. Si la junta se convocara, en la convocatoria se debería hacer constar la oferta realizada por la sociedad absorbente, en cuanto mención mínima para este supuesto de simplificación (art. 40.2 LME). Aunque la voluntad de transmitir puede comunicarse a la sociedad absorbente con anterioridad a la aprobación del proyecto por la junta, ha de entenderse, si otra cosa no se desprendiera de la oferta, que la eficacia de la transacción está condicionada a la aprobación de la fusión (art. 51.1 LME).

b) El plazo de adquisición de las acciones o participaciones sociales

De las distintas condiciones relativas a la transacción que se propone, la referida al plazo presenta una especial dificultad, por sus implicaciones para la adquisición de acciones o participaciones de las sociedades absorbidas. En una perspectiva comparada, en el ordenamiento jurídico italiano, en que la ley no contiene disposición alguna sobre el plazo de ejercicio del derecho de adquisición, se ha recomendado que este haya de concluir con anterioridad a la formalización de la fusión²⁴. Si se ha optado por la técnica de exclusión de los socios minoritarios (art. 28 Directiva 2011/35), como sucede en el ordenamiento jurídico alemán, esta se presenta instrumentalmente vinculada a la posterior realización de la fusión en su forma más simplificada²⁵. En el ordenamiento jurídico español el plazo para adquirir las acciones o participaciones de las sociedades absorbidas no puede ser superior a un mes a contar desde la fecha de la inscripción de la absorción en el Registro Mercantil (art. 50.1 LME). Que la adquisición se refiera a acciones o participaciones de una sociedad que ha dejado de existir no hace ciertamente seguro el régimen jurídico (arts. 46.2 y 23.2 LME).

Resulta claro que hasta la inscripción de la fusión se pueden adquirir acciones o participaciones de las sociedades absorbidas. Desde este punto de vista no debería haber dificultad si el plazo para la adquisición por la sociedad absorbente se estable-

²² Conviene recordar que de conformidad con lo dispuesto en la Resolución de 23 de octubre de 1991, del Presidente del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, en relación con la determinación del valor razonable en supuestos de separación de socios de una sociedad anónima, y aplicable también a la separación en las sociedades de responsabilidad limitada («Norma técnica de elaboración del Informe Especial en los supuestos establecidos en los artículos 64, 147, 149 y 225 TRLSA», *BOICAC* núm. 7, y Consulta 2 sobre «Informes especiales. Actuación prevista en los artículos 29, 32, 100 y en el 82 LSRL», *BOICAC* núm. 32), en una valoración de acciones o participaciones únicamente puede hablarse de aproximaciones o juicios razonables sobre el valor real, que puede depender en alto grado de evaluaciones subjetivas sobre aspectos muy variados del negocio. En la doctrina, para una aproximación similar, por todos, A. Perdices: *Cláusulas restrictivas de la transmisión de acciones y participaciones*, Madrid, 1997, pág. 232. En el Marco Conceptual del Plan General de Contabilidad aprobado por RD 1514/2007, de 16 de noviembre, se define el valor razonable como el importe por el que puede ser intercambiado un activo o liquidado un pasivo, entre partes interesadas y debidamente informadas, que realicen una transacción en condiciones de independencia mutua, señalando que, con carácter general, el valor razonable se calculará por referencia a un valor fiable de mercado (6.º criterios de valoración).

²³ Con la aprobación y suscripción del proyecto de fusión los administradores asumen su contenido y se obligan a someterlo en los términos en que queda fijado a la aprobación de las correspondientes juntas, *cf.* L. J. Cortés y A. Pérez Troya: *Fusión de sociedades*, ob. cit., págs. 106 y 108.

²⁴ Pueden verse en este sentido las orientaciones del *Consiglio Notarile de Milano*, núm. 58, en I. Demuro: «Rassegna», ob. cit., pág. 14.

²⁵ *Cfr.* en relación con la regulación proyectada, actualmente § 63.5 UmwG, C. Junker, en M. Henssler y L. Strohn (ed.): *Gesellschaftsrecht*, Munich, 2011, pág. 2315.

ciera en el proyecto con anterioridad a ese momento, con independencia de la documentación de la transmisión²⁶. La fijación del plazo para adquirir entonces, y con anterioridad al otorgamiento de la escritura de fusión, es la que encuentra un mejor acomodo en el régimen jurídico de la fusión (art. 45.2 LME) y permite evitar los inconvenientes que resultan de una eventual adquisición con posterioridad a la inscripción de la fusión²⁷. Puede suceder que habiendo comunicado los socios la intención de transmitir con anterioridad a la inscripción de la fusión, no estuvieran sin embargo de acuerdo con el valor establecido en el proyecto (art. 50.2 LME). El precio es determinable, al menos, por referencia a unos criterios que aparecen legalmente preestablecidos: la fijación del valor razonable en un procedimiento judicial²⁸. La obligación judicialmente impuesta a la sociedad de adquirir con posterioridad a la inscripción de la fusión (art. 50.2 LME), como sucederá con frecuencia si se activara el correspondiente procedimiento judicial, debe entenderse como una obligación de pago del valor razonable que se fije en el referido procedimiento.

²⁶ La documentación de la transmisión de acciones o participaciones no es indispensable para su perfección. Con claridad, respecto a la transmisión de las acciones, *cf.* R. Uría, A. Menéndez y J. García de Enterría: «La sociedad anónima: la acción como objeto de negocios jurídicos», en R. Uría y A. Menéndez (dirs.): *Curso de Derecho mercantil*, ob. cit., t. I, pág. 899 y ss., y en relación con la de las participaciones, *cf.* R. Uría, A. Menéndez, A. y J. L. Iglesias: «La sociedad de responsabilidad limitada. Las participaciones sociales: II. Transmisión. Negocios sobre las propias participaciones. Derechos reales», en R. Uría y A. Menéndez (dirs.): *Curso de Derecho mercantil*, ob. cit., t. I, pág. 1189.

²⁷ Este es el supuesto del que parte L. Fernández del Pozo: «La fase de ejecución. Escritura pública e inscripción en el Registro. Impugnación», en F. Rodríguez Artigas et al. (dir.): *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, ob. cit., t. I, págs. 658 a 660, al examinar las especialidades de la escritura de fusión en el caso de fusión por absorción.

²⁸ Puede verse en este sentido en la jurisprudencia, SJMER Madrid, núm. 3, 14.3.2007 (AC 2007/454), en relación con un supuesto de restricción de la transmisibilidad de participaciones mediante el reconocimiento de un derecho de adquisición preferente, al considerar perfeccionado el contrato por la concurrencia de oferta y aceptación, quedando remitida la determinación del precio a lo dispuesto en los estatutos. La efectividad de la compraventa en que consiste el pacto de preferencia no resulta afectada por su limitación, en el sentido de establecer criterios para la determinación del precio, *cf.* A. Perdices: *Cláusulas restrictivas*, ob. cit., pág. 153 y ss. Este es un aspecto que no ofrece dudas desde el régimen general de la compraventa en relación no con la fijación de un precio ya predeterminado sino con su determinación (art. 1447 Cc), con lo que puede quedar perfeccionado el contrato pendiente tal fijación, por todos, G. García Cantero, en M. Albaladejo y S. Díaz Alabart (dirs.): *Comentarios al Código civil y Compilaciones forales*, t. XIX, Madrid, 1991, pág. 45.

La dificultad que plantea la extensión del plazo de adquisición hasta un momento posterior a la inscripción de la fusión se proyecta al menos en dos planos, estrechamente relacionados. Atendiendo al régimen de las modificaciones estructurales, porque con la inscripción de la fusión los socios de las sociedades extinguidas se integran en la sociedad resultante de la fusión y las sociedades extinguidas dejarán de existir. Este efecto se produce de forma automática e imperativa (*ipso iure*, art. 19.1 Directiva 2011/35). Por otro lado, considerando el supuesto de hecho de la transmisión, porque faltaría uno de los elementos esenciales para aceptar la validez del contrato (art. 1261 Cc)²⁹: con la extinción de la sociedad absorbida desaparecen las acciones o participaciones como objeto de la transmisión que pretendiera realizarse. En el primer sentido, resulta muy difícil entender que la especialidad de régimen supone limitar la eficacia característica de la fusión por causa de la mera formulación de la oferta. En el segundo sentido, si se acepta la integración del socio en la sociedad absorbente y la extinción de la sociedad absorbida como consecuencia de la inscripción de la fusión, la voluntad de transmisión habría de referirse propiamente a las acciones o participaciones de la absorbente, contraviniendo la literalidad de la norma que se refiere a la transmisión de las acciones o participaciones de la absorbida (arts. 50.1 y 50.3 LME).

Esta dificultad puede superarse atendiendo al sentido de reconocer a los socios minoritarios la facultad de transmitir sus acciones o participaciones con posterioridad a la inscripción de la fusión como mecanismo de evitar su continuidad en la sociedad absorbente. No parece, en consecuencia, que haya de reducirse el alcance de la literalidad del precepto para entender que el plazo establecido como máximo haya de referirse al pago de las acciones o participaciones adquiridas con anterioridad a la inscripción de la fusión³⁰. Debe partirse, por otro lado,

²⁹ *Cf.* A. Perdices: *Cláusulas restrictivas*, ob. cit., pág. 37.

³⁰ Se tutelaría en consecuencia la posición del socio de la sociedad absorbida en términos similares a los que resultan de la fijación de un plazo para el reembolso de las acciones o participaciones en los supuestos de separación (art. 356 LSC). Lo apunta como interpretación posible del precepto, J. Juste: «Fusiones especiales», ob. cit., págs. 801 y 802. En relación con la regulación proyectada, se había señalado que la voluntad del legislador relativa la plazo de adquisición posiblemente se refiriera al pago de las acciones o participaciones, A. Sequeira: «Comentario al Proyecto de Ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles: II. Fusión y fusiones transfronterizas comunitarias», *RdS*, 2008, págs. 33-55, págs. 47 y 48.

de la eficacia característica de la fusión, en el sentido de que los socios minoritarios quedarán automáticamente integrados en la sociedad absorbente como consecuencia de la inscripción de la fusión³¹. La interpretación que mejor acomodo encuentra en el procedimiento de fusión consiste en referir el supuesto de hecho transmisivo a la participación social de la sociedad absorbente, a pesar de la literalidad de la norma: en virtud de la fusión, las acciones y participaciones de las sociedades absorbidas son sustituidas por las participaciones en la sociedad absorbente³². Desde este punto de vista, la manifestación de la voluntad de transmitir con posterioridad a la inscripción de la fusión puede tener diversas implicaciones para la sociedad absorbente. Por un lado, configurarse como un supuesto de adquisición derivativa de sus propias participaciones, atendiendo al régimen aplicable según el caso (art. 140 y ss. LSC), y si esta adquisición no es posible tipológicamente, como un supuesto de separación (art. 225 CCom)³³. Por otro lado, la manifestación de aquella voluntad puede dar lugar a la transmisión de la participación a favor del beneficiario indicado por la sociedad absorbente en el proyecto. Únicamente puede quedar apuntado en este momento que la transmisión difícilmente eludirá las restricciones a la libre transmisibilidad de las participaciones que pudieran existir en la sociedad absorbente³⁴. Debe aceptarse, por lo

demás, atendido el consentimiento que implica la voluntad de transmitir, que la sociedad absorbente pueda acordar la reducción del capital mediante la amortización de las correspondientes participaciones de conformidad con el régimen que resulte de aplicación según el caso (art. 329 LSC).

c) La manifestación de la voluntad de transmitir

Los socios han de manifestar su voluntad de transmitir con el fin de que resulte perfeccionada la transmisión. Esta manifestación ha de tenerse como aceptación de la oferta contractual en tanto que manifestación de asentimiento respecto a ella para quedar vinculado contractualmente³⁵. Para que resulte efectiva la aceptación ha de realizarse en el plazo dispuesto en la oferta. No se presenta en relación con la existencia de consentimiento especialidad alguna en este caso: la declaración de aceptación es eficaz y el contrato queda perfeccionado desde el momento en que la sociedad absorbente conozca la aceptación o desde que habiéndosela remitido no pueda ignorarla sin faltar a la buena fe (arts. 1262 Cc y 54 CCom). La declaración ha de dirigirse en consecuencia a la sociedad absorbente (art. 50.2 LME), sin que se requiera forma alguna más allá de lo exigido por su prueba.

También en aplicación de las reglas generales ha de entenderse que la manifestación de voluntad que se aparte de la oferta en aspectos sustanciales no puede tenerse propiamente como aceptación³⁶. Sin perjuicio de lo expresamente dispuesto en relación con la falta de acuerdo sobre el precio, deben reputarse con la suficiente entidad para impedir que pueda consi-

31 Esta es una interpretación ampliamente compartida en la doctrina, *cf.* en relación con el régimen anterior, L. J. Cortés y A. Pérez Troya: *Fusión de sociedades*, ob. cit., pág. 450, o A. Sequeira: *Transformación, fusión y escisión*, ob. cit., pág. 106.

32 Este es precisamente el presupuesto del que se parte en el ordenamiento jurídico alemán en relación con la «Abfindungsangebot» que parece orientar la regulación española: la oferta únicamente puede ser aceptada con posterioridad a la inscripción de la fusión (§ 31 UmwG) y debe referirse, en consecuencia, a las participaciones de la sociedad absorbente. Con anterioridad a la inscripción rige el derecho de separación general, y la posibilidad de transmitir las participaciones con independencia de la oferta y desde la adopción del acuerdo de fusión (§ 33 UmwG), *cf.* G. Grunewald, en M. Lutter y M. Winter (eds.): *Umwandlungsgesetz Kommentar*, ob. cit., t. I, pág. 639 y ss., o J. Stockburger, en H. C. Maulbetsch, A. Klumpp y K. D. Rose: *Umwandlungsgesetz*, Heidelberg, 2009, pág. 267 y ss.

33 Esta es expresamente la solución acogida en el ordenamiento jurídico alemán (§ 29 UmwG), interpretando que no se perdería la condición de socio hasta el pago del valor de la participación, *cf.* G. Grunewald, en M. Lutter y M. Winter (eds.): *Umwandlungsgesetz Kommentar*, ob. cit., t. I, pág. 642.

34 Debe tenerse en cuenta que en la doctrina se ha afirmado la eficacia en el procedimiento de fusión de las restricciones a la transmisión en la sociedad absorbente, *cf.* A. Perdices: *Cláusulas restrictivas*, ob. cit., pág. 409, para quien si la sociedad absorbente cuenta con restricciones a la transmisibilidad, el acuerdo de fusión tendría como presupuesto de validez el respeto de las pre-

visiones restrictivas de sus estatutos: la realización de la fusión no debe entenderse en detrimento del interés protegido por la restricción. Esta deja de ser con todo una cuestión pacífica, para L. J. Cortés y A. Pérez Troya: *Fusión de sociedades*, ob. cit., pág. 447, la fusión podría justificar la inaplicación de las cláusulas limitativas, de las que deberían dar cuenta el proyecto y los informes. Debe advertirse que en el ordenamiento jurídico alemán al imponer la oferta de adquisición y contemplar la facultad de transmitir las participaciones desde el acuerdo de fusión hasta el transcurso de la oferta, se ha dispuesto que las restricciones a la transmisibilidad no serán de aplicación ni en la sociedad absorbente ni en la sociedad absorbida si no está excluida, en interés del titular del derecho de separación (§ 33 UmwG), G. Grunewald, en M. Lutter y M. Winter (eds.): *Umwandlungsgesetz Kommentar*, ob. cit., t. I, pág. 651, o J. Stockburger, en H. C. Maulbetsch, A. Klumpp y K. D. Rose: *Umwandlungsgesetz*, ob. cit., pág. 274. En defecto de este reconocimiento en el ordenamiento jurídico español no es seguro que el derecho a vender pueda prevalecer sobre el interés protegido por la cláusula restrictiva.

35 Por todos, L. Díez Picazo: *Fundamentos*, ob. cit., pág. 306.

36 Por todos, L. Díez Picazo: *Fundamentos*, ob. cit., pág. 314.

derarse aceptada la oferta, por ejemplo, la variación sobre las condiciones de pago o el plazo. Nada impide que la aceptación se refiera a una parte de las acciones o participaciones del socio en la sociedad absorbida, procediéndose al canje de las restantes.

Que el supuesto de hecho transmisivo se refiera a las acciones o participaciones de la sociedad absorbida requiere siquiera sea brevemente considerar las implicaciones que resulten de restricciones estatutarias que hayan podido establecerse. En este caso, y al menos con anterioridad a la inscripción de la fusión, habría transmisión en sentido propio de acciones o participaciones, sin que los beneficiarios de la restricción estén en situación de impedir la fusión. Debe entenderse que resulta de aplicación la cláusula restrictiva dispuesta en la sociedad absorbida. Aunque pudiera considerarse que con la formulación de la oferta de adquisición en el proyecto de fusión se permite una tutela del interés vinculado al mantenimiento de una determinada base subjetiva equiparable a la que resulta de la cláusula restrictiva³⁷, no pueden perderse de vista las implicaciones de su inaplicación para la posición de los beneficiarios y el mantenimiento del valor de su participación en la sociedad absorbida.

d) El desacuerdo en el precio y su fijación por los tribunales

La ley expresamente contempla el desacuerdo por parte de los socios que manifiesten su voluntad de transmitir en relación con el precio de adquisición que se indique en el proyecto. Apartándose del sistema dispuesto para el ejercicio del derecho de separación (art. 353 LSC), y siguiendo la previsión inicial de la Directiva 78/855, se requiere que esta determinación haya de realizarse por los tribunales (art. 50.2 LME)³⁸. Como se ha indicado, esta previsión se ha modificado en el ordenamiento comunitario para permitir la determinación del valor por una autoridad administrativa [art. 8 c) Directiva 2011/35].

La regulación estatutaria o contractual sobre el precio de las acciones y participaciones y los criterios

para su determinación debe aceptarse también en relación con su transmisión en el procedimiento de fusión por el carácter fundamentalmente disponible de los criterios y sistemas para la valoración de la posición económica del socio [art. 114.2 b) y art. 175.2 b) RRM]³⁹. Esta interpretación es por lo demás conforme con la referencia en el ordenamiento comunitario a un sistema de fijación del valor para el caso de desacuerdo sobre la contrapartida que han de recibir los socios [art. 28 c) Directiva 2011/35], y con el régimen que rige la determinación del valor en los supuestos de separación de los socios (art 353.1 LSC⁴⁰, o 233 CCom⁴¹).

En defecto de acuerdo, los socios podrán ejercitar las acciones judiciales correspondientes. Nada parece impedir que para el supuesto de falta de acuerdo sobre el precio y sobre la interpretación y aplicación de los criterios establecidos para su determinación pueda estipularse el recurso a arbitraje (art. 2.1 Ley 60/2003, de 23 de diciembre de Arbitraje)⁴². En

³⁹ Cfr. A. Perdices: *Cláusulas restrictivas*, ob. cit., págs. 240 y 241. En el ordenamiento jurídico italiano se ha reconocido la existencia una disciplina autónoma respecto a la legalmente dispuesta, remitida como está al derecho de separación, en relación con la modalidad y plazo para el ejercicio del derecho de adquisición Pueden verse en este sentido las orientaciones del *Consiglio Notarile de Milano*, núm. 58, en I. Demuro: «Rassegna», ob. cit., pág. 14. Implícitamente, también, O. Cagnasso: «Comentario», ob. cit., pág. 2352.

⁴⁰ En este caso como es sabido la discusión no ha estado tanto en la regulación estatutaria de las reglas de liquidación como en su incidencia sobre el valor razonable, con cautelas en la doctrina sobre estas implicaciones, recientemente, por ejemplo, A. Emparanza: «Comentario del artículo 353», en A. Rojo y E. Beltrán (dir.): *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, t. II, Madrid, 2011, págs. 2506 a 2510, 2507 a 2509. En relación con el régimen anterior, y respecto a regulación de la sociedad de responsabilidad limitada que se ha generalizado (art. 100 LSRL), R. Uría, A. Menéndez y J. L. Iglesias: «La sociedad de responsabilidad limitada. Exclusión y separación de socios», en R. Uría y A. Menéndez (dirs.): *Curso de Derecho mercantil*, ob. cit., t. I, págs. 1261 a 1287, afirmaron el régimen dispositivo del régimen de liquidación, aceptando una regulación alternativa en los estatutos con el límite general del abuso de derecho. Se pronunciaba a favor de la regulación estatutaria del procedimiento de valoración, I. Farrando: *El derecho de separación del socio en la ley de sociedades anónimas y la ley de sociedades de responsabilidad limitada*, Madrid, 1998, pág. 168, nota 567.

⁴¹ El recurso a la decisión judicial como mecanismo de tratamiento del agravio que hubiera podido sufrir alguno de los socios separados no ha impedido el reconocimiento de un amplio margen de autonomía para su regulación de forma diferente, cfr. C. Paz Ares: «La sociedad colectiva: cambios de socios, separación y exclusión», en R. Uría y A. Menéndez (dirs.): *Curso de Derecho mercantil*, ob. cit., t. I, págs. 661 y 662.

⁴² Expresamente sobre la arbitrabilidad de las cuestiones de derecho privado patrimonial y, de manera particular, sobre la interpretación y aplicación de los estatutos sociales, cfr. F. Vicent: *Introducción*, ob. cit., t. I, pág. 178.

³⁷ Propone la razonabilidad de la atribución de un derecho de separación por justa causa con el fin de hacer efectivo el interés protegido por la cláusula restrictiva en los supuestos en que las restricciones estuvieran en los estatutos de la sociedad absorbida, A. Perdices: *Cláusulas restrictivas*, ob. cit., pág. 410.

³⁸ Puede entenderse en este sentido la crítica de la doctrina, cfr. F. Vicent: *Introducción*, ob. cit., t. I, pág. 775, partidaria del establecimiento de un procedimiento de jurisdicción voluntaria.

otro caso, la competencia objetiva, referida a la determinación del valor de acciones o participaciones de la sociedad absorbida, corresponde a los Juzgados de lo Mercantil [art. 86 ter 2 a) LOPJ]. La competencia territorial ha de venir determinada en defecto de pacto por el domicilio de la sociedad absorbida, cuyas acciones o participaciones se transmiten. El procedimiento que ha de seguirse judicialmente resultará del valor estimado de las acciones o participaciones, ordinario o verbal según el caso (arts. 249 y 250 LEC). La sociedad o quien esta haya designado vendrá, en fin, obligada a la adquisición por el valor que resulte judicialmente fijado.

4 · EL CANJE DE LAS ACCIONES O PARTICIPACIONES DE LA SOCIEDAD ABSORBIDA

La oferta de adquisición no excluye la continuidad de los socios de la sociedad absorbida en la absorbente mediante el canje de sus acciones o participaciones. En la medida en que la obligación de adquirir de la sociedad absorbente deriva de la voluntad de transmitir manifestada por los socios de la absorbida, la falta de adquisición estará normalmente determinada por la omisión de esta manifestación. El canje se efectuará en las condiciones establecidas en el proyecto referidas a su tipo, compensación complementaria en dinero que se hubiera previsto y el procedimiento de ejecución (art. 31.2.^a LME). Es relevante, en el mismo sentido, la determinación en el proyecto de la fecha a partir de la cual los titulares de las nuevas acciones o participaciones tengan derecho a participar en las ganancias sociales y cualesquiera peculiaridades relativas a este derecho (art. 31.6.^a LME).

El canje ha de realizarse por acciones o participaciones propias de la absorbente si las tuviera en cartera. «En otro caso», para el supuesto de que la sociedad

absorbente careciera de acciones o participaciones propias en la medida suficiente, el canje ha de realizarse con las nuevas participaciones que se emitan en el correspondiente aumento de capital⁴³. El aumento de capital que haya de realizarse para permitir el canje puede acordarse por su junta general o, excepcionalmente, por sus administradores. Aunque se parte de que puede no celebrarse junta general de la sociedad absorbente (art. 51.1 LME) nada impide que esta se celebre. Tanto si se opta porque la fusión sea aprobada por la junta de socios de la absorbente, como si, habiéndose descartado inicialmente su celebración, la aprobación por la junta es requerida posteriormente por la minoría (art. 51.2 LME), la junta general ha de decidir sobre el aumento de capital. No siendo segura en todo caso la continuidad de los socios de la sociedad absorbida parece conveniente recurrir al aumento de capital incompleto (arts. 311 y 310 LSC).

Si no se celebrara junta general de la absorbente, y en previsión de que no se celebre, se puede autorizar en el proyecto de fusión a los administradores a elevar el capital en la medida que resulte estrictamente necesaria para el canje. No es imprescindible la previa intervención de la junta general de la sociedad absorbente ni la ratificación posterior, mediante la aprobación del proyecto. Debe entenderse que los administradores estarán también autorizados para dar una nueva redacción al artículo de los estatutos sociales relativo al capital social una vez decidido y ejecutado el aumento (art. 297.2 LSC). Este régimen introduce a su vez alguna especialidad respecto al régimen del aumento de capital como competencia del órgano de administración. Al posibilitar en la sociedad anónima el aumento con cargo a aportaciones no dinerarias⁴⁴, consecuencia de la transmisión a título universal característica de la fusión, y al atribuir en la sociedad de responsabilidad limitada la capacidad de acordar el aumento⁴⁵.

⁴³ Esta es una interpretación compartida en la doctrina, *cf.* J. Juste: «Fusiones especiales», *ob. cit.*, pág. 801, o L. Fernández del Pozo: «La fase de ejecución», *ob. cit.*, pág. 659, y en relación con la regulación proyectada, en el mismo sentido, A. Sequeira: «Comentario», *ob. cit.*, pág. 48.

⁴⁴ En ejercicio del acuerdo de delegación los administradores de la sociedad anónima no pueden emitir acciones con cargo a aportaciones no dinerarias, *cf.* en relación con el régimen anterior, que no se ha modificado (art. 297.1 b), LSC) M. de la Cámara: *El capital social en la sociedad anónima, su aumento y disminución*, Madrid, 1996, pág. 488.

⁴⁵ Contrarios a esta posibilidad se pronunciaron R. Uría, A. Menéndez y J. L. Iglesias: «La sociedad de responsabilidad limitada: Modificación de estatutos», en R. Uría y A. Menéndez (dirs.): *Curso de Derecho mercantil*, *ob. cit.*, t. I, pág. 1296. Con otro criterio, no obstante, F. Vicent: *Introducción*, *ob. cit.*, t. I, pág. 861.