

### 3 La tutela de la integridad de la participación del socio de una sociedad de capital

Remedies against shareholders' dilution

MIGUEL IRIBARREN

*Profesor Titular de Derecho Mercantil. Universidad de Oviedo*

ISSN 1134-7686

Revista de Derecho de Sociedades 62  
Mayo - Agosto 2021

#### Sumario:

- I. Introducción
- II. Los acuerdos de ampliación de capital con emisión de nuevas acciones
  1. Supuestos
    - 1.1. Infracción del derecho de preferencia
    - 1.2. Daño a pesar del respeto del derecho de preferencia
    - 1.3. Inexistencia de derecho legal de preferencia. Aumentos discriminatorios y abusivos
  2. Impugnación del acuerdo y acciones de daños
    - 2.1. Impugnación eficaz e indemnización de los daños
    - 2.2. Impugnación imposible o ineficaz y acción de daños
  3. Aumentos maliciosos. Responsabilidad de la mayoría
- III. Reducción de capital e igualdad de los socios
- IV. Modificaciones estructurales. El principio de continuidad en la participación o el derecho del socio a mantener su posición relativa
  1. Fijación incorrecta del tipo de canje en la fusión o escisión
    - 1.1. Delimitación
    - 1.2. Importancia de las acciones de daños
    - 1.3. Sujetos pasivos de la acción indemnizatoria
      - A. Socios y sociedad
      - B. Administradores y expertos
  2. Atribución desigual de acciones o participaciones en las sociedades beneficiarias de la escisión
- V. Exclusión del socio y acuerdos de análogos efectos

1. Exclusión del socio
  2. Acuerdos de análogos efectos: operaciones acordeón y reducciones desiguales
- VI. La posibilidad de una indemnización en acciones o participaciones
1. Planteamiento
  2. Objeciones
  3. La indemnización en acciones o participaciones como opción de la sociedad: la fórmula austriaca
  4. El problema de la fluctuación del valor de las acciones o participaciones
  5. La posibilidad de una indemnización en acciones o participaciones en las fusiones o escisiones transfronterizas
  6. Resultado
- VII. Bibliografía citada

**RESUMEN:** *La tutela de los socios ante los acuerdos de la junta general es un tema central del derecho de sociedades. El presente artículo trata sobre determinadas modificaciones sociales acordadas por la junta que, como los aumentos y reducciones de capital, la fusión o la escisión, coinciden en que pueden afectar a la integridad de la participación del socio en la sociedad, causando los denominados daños a la participación. El objetivo es estudiar los remedios concretos de que ante esas operaciones disponen los socios, teniendo en cuenta sus peculiaridades. La impugnación sigue siendo el remedio principal, pero las acciones de responsabilidad han adquirido una gran relevancia en los últimos años, y no solo como remedio complementario sino, en ocasiones, sustituyendo a la impugnación. La indemnización en acciones como alternativa para reparar los daños a la participación que pueden sufrir los socios tiene, en fin, claras ventajas sobre los demás remedios, aunque también tropieza con serias dificultades. Ninguna de ellas es sin embargo decisiva, de modo que la posibilidad de una reparación in natura, como remedio a medio camino entre la impugnación y la indemnización en metálico, no se puede descartar.*

**ABSTRACT:** *I focus here on certain shareholders approved corporate transactions, such as capital increases, mergers and divisions that may easily reduce or dilute shareholders' ownership in the company. Those transactions are occasions on which there is a significant risk that minority shareholders will be unfairly treated. Researching the specific remedies available to shareholders when these major corporate changes are carried out is the main purpose of this paper. Rescission suits continue to be the main enforcement mechanism, but damages actions have acquired great relevance in recent years, and not only as a complementary remedy but also as a substitute for the rescission suits. The possibility of awarding shareholders a compensation in kind (shares) as an alternative mechanism encounters various difficulties, but none of them is insurmountable. Therefore, it cannot be excluded as a remedy available to shareholders, halfway between rescission suits and damages.*

**PALABRAS CLAVE:** *Junta general - Acuerdos sociales - Daños a la participación - Impugnación - Acciones de responsabilidad - Aumentos de capital - Fusiones - Escisiones*

**KEYWORDS:** *Shareholders' meeting - Shareholders' resolutions - Rescission suits - Damages suits - Capital increases - Mergers - Divisions*

## I. INTRODUCCIÓN

Entre los múltiples acuerdos que la junta general de una sociedad de capital puede adoptar, nos interesa centrarnos aquí en aquellas modificaciones sociales que pueden afectar a la integridad de la participación del socio en la sociedad. En aquellos acuerdos que pueden causar lo que se conoce como daños a la participación. Se trata, en particular, de acuerdos –o mejor,

operaciones— como los aumentos y reducciones del capital, ciertas modificaciones estructurales, como la fusión o la escisión, o la exclusión de socios. Todas ellas, pese a ser operaciones heterogéneas tanto por su estructura como por sus fines, tienen en común el riesgo que conllevan de desplazamiento de algunos socios en beneficio de otros. Ciertamente sacrificio de la minoría —por decirlo así— se admite en ocasiones si responde a las exigencias del interés social, y quedan cumplidas determinadas cautelas (i. e. aumento de capital), pero cuando no es así, tales acuerdos se convierten en impugnables. Algunos, por ser contrarios a la ley o a los estatutos, mientras otros por ser simplemente abusivos, esto es, por perjudicar a la minoría sin venir justificados por la satisfacción del interés social.

El primer remedio que hemos de considerar es, por supuesto, la impugnación de los acuerdos, acción que se dirige a eliminar sus efectos jurídicos. Pero no debemos olvidar que la impugnación es a menudo un instrumento insuficiente, que no sirve para restablecer plenamente los intereses lesionados de los socios. Además, en ocasiones, es un remedio desproporcionado, cuyos inconvenientes superan a sus ventajas. Por eso, junto a la impugnación, es necesario tener en cuenta las acciones de responsabilidad por los daños derivados de los acuerdos<sup>1</sup>). La propia ley reconoce expresamente la posibilidad de ejercer acciones de daños ante los acuerdos de la junta en determinados supuestos. Aparecen expresamente, en concreto, como acciones que subsisten a pesar de la revocación o sustitución por la propia junta del acuerdo impugnado (art. 204.2 II LSC), como remedio otorgado a los socios minoritarios privados de la facultad de impugnar (art. 206 LSC), o, en fin, disponible ante determinados acuerdos de la junta de especial relevancia para la sociedad, como el de fusión (art. 47.1 LMESM). En estos dos últimos supuestos las acciones de daños tienen además un especial valor, pues sustituyen a la impugnación. No obstante, más allá de esas expresiones legales concretas, la responsabilidad puede, a mi juicio, afirmarse como remedio de carácter general, complementario de la impugnación, a disposición de los socios. Remedios que encuentran su fundamento en las disposiciones del derecho civil patrimonial contenidas en el Código Civil<sup>2</sup>). Impugnación y responsabilidad son así remedios que pueden convivir perfectamente ante los acuerdos de la junta, del mismo modo que la acción de cumplimiento contractual no excluye el ejercicio de acciones dirigidas a la reparación de los daños, de acuerdo con las normas generales de la responsabilidad contractual. Exploraremos, en fin, la posibilidad de la indemnización en acciones, teniendo en cuenta algunas experiencias extraídas del derecho comparado.

La importancia de las acciones de daños no permite afirmar, sin embargo, que la tutela de la integridad de la participación del socio se realice a través de reglas de responsabilidad (liability rules), recurriendo a la división entre property y liability rules para proteger los derechos que deriva del famoso trabajo de Calabresi y Melamed<sup>3</sup>). Nuestro derecho de sociedades protege en general el interés del socio a la integridad de su participación mediante reglas de propiedad. El desplazamiento de la minoría muy excepcionalmente puede ser compensado mediante una indemnización. La impugnación, aunque se reconozca en términos restrictivos (i. e. fusión), no deja de ser el principal remedio de que disponen los socios. Esto no significa que de lege ferenda la relación entre ambas clases de remedios no deba ser reconsiderada. Pero esa reflexión exige más espacio del que aquí disponemos, de modo que será objeto de un próximo trabajo, al que me permito remitir al lector.

Los acuerdos objeto de nuestro estudio presentan ciertas particularidades que son relevantes cuando se observan desde una perspectiva como la que aquí nos proponemos adoptar, esto es, cuando el análisis se centra en los remedios que les caben a los socios. Muchos de esos acuerdos coinciden en la dificultad que entraña revertir sus efectos. En realidad, eliminarlos por completo no suele ser posible, pues a menudo habrán sido presupuesto de sucesivas relaciones jurídicas entre los propios socios o de la sociedad con terceros que habrán producido a su vez sus efectos. Así sucede, entre otros, con aquellos que inciden sobre la propia existencia de la sociedad como sujeto con personalidad jurídica (fusión, escisión) o sobre un elemento fundamental de su organización como es el capital social (aumento o reducción). Por esa razón, la ineficacia obtenida a través de la impugnación tropieza con importantes limitaciones y los remedios indemnizatorios son especialmente apropiados, hasta el punto de que el propio legislador limita drásticamente la posibilidad de impugnar algunos de estos acuerdos, como los de fusión o escisión, en beneficio de las acciones de responsabilidad, como acabamos de explicar. Aunque podríamos decir que nuestro legislador ha sido algo tímido si lo comparamos con el de otros países de nuestro entorno tan relevantes como Italia o Alemania, donde las restricciones para impugnar esta clase de acuerdos son más importantes.

Otra de las peculiaridades de estos acuerdos es que suelen ser redistributivos del patrimonio común entre los socios, de modo que el perjuicio experimentado por unos socios es el beneficio obtenido por otros, generalmente aquellos socios que integran el grupo de control de la sociedad. Esto sin perjuicio de que dichos acuerdos sean al mismo tiempo productivos, es decir, sean globalmente beneficiosos para el conjunto de los socios. Ello no deja de ser relevante desde la óptica de los remedios, por una razón sencilla. La responsabilidad personal de los socios que respaldaron en la junta el acuerdo, y que deriva de la infracción de su deber de fidelidad, no solo hacia la sociedad sino ante sus consocios<sup>4</sup>), se justificará mucho más fácilmente, dado que la deslealtad del socio causante del daño con su voto en la junta puede darse casi por supuesta cuando dicho daño se corresponda con un beneficio por él obtenido. El enriquecimiento del causante es un indicio muy poderoso de malicia.

## II. LOS ACUERDOS DE AMPLIACIÓN DE CAPITAL CON EMISIÓN DE NUEVAS ACCIONES

### 1. SUPUESTOS

#### 1.1. Infracción del derecho de preferencia

Los aumentos del capital social son acuerdos de la junta general de los que pueden fácilmente resultar para los socios daños a la participación. El interés de todo socio en mantener la integridad de su participación incluye, naturalmente, la conservación de su posición relativa en la sociedad. Cuando una sociedad aumenta su capital emitiendo acciones ese interés se preserva normalmente mediante el reconocimiento de preferencia para suscribir las nuevas acciones<sup>5</sup>). Si el socio ejerce ese derecho, mantiene intacta su posición y queda completamente indemne. Ninguna lesión sufre en esas circunstancias. Por excepción, ese derecho de preferencia puede excluirse si el interés de la sociedad lo requiere, pero entonces la protección del referido interés del socio a mantener su cuota en la sociedad se logra imponiendo el cumplimiento de una serie de requisitos para realizar la operación, especialmente que el precio de las acciones nuevas se corresponda con el valor razonable de las mismas (art. 308 LSC). La sustancia económica de la participación del socio queda entonces inalterada, y el único perjuicio que experimenta el socio consiste en la reducción de su porcentaje de participación en el capital social. Perjuicio político que es el único sacrificio que se admite cuando lo requiere el interés social. Un acuerdo de aumento de capital con emisión de nuevas acciones que no prevea el derecho de preferencia de los socios, o que lo excluya sin cumplir los requisitos que impone la ley, se convierte en un acuerdo contrario a la ley, ante el que los socios dispondrán de los remedios propios, la impugnación, así como las acciones de responsabilidad.

#### 1.2. Daño a pesar del respeto del derecho de preferencia

Que el socio haya tenido la oportunidad de ejercer el derecho de preferencia no garantiza la licitud del acuerdo. Como el ejercicio del derecho mediante la suscripción de las nuevas acciones comporta para el socio la carga de realizar la correspondiente aportación, el mero reconocimiento del derecho de preferencia no siempre evita el daño. No lo hace concretamente si no suscribe el socio las nuevas acciones o, en su defecto, transmite el derecho de preferencia (por no disponer, por ejemplo, de los fondos necesarios para suscribir las acciones). Ése es un daño que deberá el socio soportar, como regla general, a menos que la operación no obedezca a ningún propósito coherente con el interés social sino se realice exclusivamente con la intención de perjudicar a la minoría<sup>6</sup>). No es, por eso, erróneo afirmar que el simple respeto del derecho de preferencia no asegura siempre la licitud del aumento de capital, ni en consecuencia evita en todos los casos el nacimiento de la obligación de indemnizar el daño causado al socio desplazado, aparte de la posibilidad de impugnar el acuerdo.

#### 1.3. Inexistencia de derecho legal de preferencia. Aumentos discriminatorios y abusivos

Es muy importante tener en cuenta que la Ley de Sociedades de Capital no reconoce expresamente derecho de preferencia en todos los aumentos de capital con emisión de nuevas acciones. En principio solo existe cuando la ampliación se acuerda con aportaciones dinerarias (art. 304 LSC)<sup>7</sup>). La situación se agrava además porque tampoco establece la ley ninguna garantía similar a las que deben observarse para la exclusión del derecho de preferencia por acuerdo de la junta general. El resultado, tal y como tuve ocasión de advertir en un trabajo reciente, es que queda el socio minoritario casi inerme ante las maniobras de la mayoría, que puede fácilmente diluirlo<sup>8</sup>).

Para resolver el problema, caben diferentes posibilidades. Un sector de la doctrina equipara la compensación de créditos con las aportaciones dinerarias<sup>9</sup>). De ese modo, el problema encontraría una solución solo parcial, pues seguiría faltando el indicado derecho de preferencia en los aumentos con aportaciones no dinerarias. Por ese motivo, es necesario un esfuerzo adicional. La opción más adecuada es extender analógicamente la regla que reconoce el mencionado derecho –o impone el cumplimiento de condiciones para su exclusión– a todos los aumentos con emisión de nuevas acciones. La identidad de razón es obvia y no tiene nada que ver con el contravalor. Siempre que se emiten nuevas acciones, el socio experimenta el perjuicio político y –según el precio de emisión de las mismas– económico que el derecho de preferencia –o el cumplimiento de los requisitos para su exclusión– permiten evitar total o, al menos, parcialmente. El tipo de aportación, en realidad, es irrelevante. No forma parte de la ratio de la regla que reconoce el derecho de preferencia o, alternativamente, impone el cumplimiento de determinadas condiciones para su exclusión<sup>10</sup>).

No obstante, aun aceptando, en contra de la tesis aquí defendida, la ausencia de derecho de preferencia en los aumentos con

aportaciones distintas de las puramente dinerarias, existen todavía soluciones, especialmente ante aquellos acuerdos que además de perjuicio político –consustancial a todos los aumentos sin suscripción de las nuevas acciones por los antiguos accionistas–, causen al socio perjuicio económico. Tales acuerdos pueden ser todavía ilegales: por contravenir el principio de igualdad de trato<sup>11</sup>), por ejemplo, si las nuevas acciones se reservan a una parte de los socios. Podrían ser también, según las circunstancias, contrarios al interés social, dado que lo son no solo aquellos que perjudiquen el interés social para beneficiar a socios o terceros, sino igualmente los acuerdos abusivos, esto es, aquellos que, además de perjudicar a los minoritarios, sean instrumento para satisfacer el interés de la mayoría (art. 204.1 II LSC).

## 2. IMPUGNACIÓN DEL ACUERDO Y ACCIONES DE DAÑOS

### 2.1. Impugnación eficaz e indemnización de los daños

Como ante cualquier acuerdo de la junta, el primero de los remedios es la impugnación. El propio socio perjudicado o cualquier otro –siempre que alcance el umbral del uno por ciento, o en la sociedad cotizada, del uno por mil– los administradores o incluso, si acreditan un interés legítimo, los terceros están legitimados, en las condiciones que establece la ley, para impugnar ese acuerdo (art. 206 LSC). El interés del socio queda, como es lógico, mejor restablecido, y los daños compensados, al menos en parte, cuando dicha acción prospera<sup>12</sup>). Ello dependerá, no obstante, de los efectos de la sentencia estimatoria de la impugnación.

Una primera alternativa es dejar que la nulidad despliegue normalmente los efectos que le son propios desde el preciso momento en que se adoptó el acuerdo. De esta forma, la cifra de capital quedaría automáticamente reducida a la original, con la consiguiente obligación de restitución a los socios del importe exacto de las aportaciones realizadas a cambio de las acciones o participaciones recibidas. Ello incluiría el deber de devolver las cantidades eventualmente recibidas en concepto de dividendos. Esta opción, sin embargo, tiene inconvenientes. Es muy onerosa para la sociedad y para los propios socios dado que perturbaría seriamente la vida de la sociedad; entre otras razones porque la ineficacia se extendería a todos los acuerdos de sus órganos derivados del aumento, y particularmente incidiría sobre los aumentos o reducciones posteriores de la cifra de capital. Aunque no afectaría a los acreedores más que en la medida en que hubiesen confiado en la cifra de capital ampliada para aceptar serlo, sí podría repercutir sobre terceros que hubieran adquirido derechos como consecuencia de acuerdos posteriores.

Mejor opción, por tanto, es aplicar el régimen previsto para la nulidad de la propia sociedad<sup>13</sup>). No tanto, como decimos, para proteger el interés de los acreedores, cuyos créditos subsistirían en cualquier caso –a diferencia, por cierto, de lo que sucede en la sociedad nula–, sino en interés de los propios socios. Ello implicaría mantener los efectos de la operación hasta la fecha de la firmeza de la sentencia, a partir de la cual el capital social quedaría reducido en la medida correspondiente<sup>14</sup>), y los administradores vendrían obligados a liquidar las acciones o participaciones amortizadas, según su valor real. Naturalmente, del importe correspondiente al valor real de los títulos habría que descontar, en su caso, la diferencia entre el precio pagado por los mismos y el que habría debido pagarse considerando su valor real al tiempo del aumento de capital. Esta solución puede alcanzarse sin excesiva dificultad por analogía. En la sociedad (limitada) declarada nula por no haberse desembolsado íntegramente el capital social, los socios no reciben íntegra su cuota de liquidación porque están antes obligados a desembolsar la parte que hubiera quedado pendiente (art. 57.3 LSC)<sup>15</sup>).

No obstante, la disminución de la cuota de liquidación del socio con el descuento indicado no elimina por completo siempre el daño sufrido por el minoritario. En ello se distingue la ineficacia ex tunc –desde el mismo momento de la adopción del acuerdo– (primera opción) y la que se produce solo desde la fecha de la sentencia, siguiendo el régimen de la sociedad nula (segunda opción). Hemos de tener en cuenta que durante el tiempo en el que el capital estuvo indebidamente ampliado el socio dejó de recibir los frutos de los títulos. Aunque las ganancias no hubieran sido repartidas como dividendos sino incorporadas a las reservas sociales, el daño sufrido por el minoritario persiste dado que, si se aplica el régimen de la sociedad nula, las nuevas acciones o participaciones se liquidan al socio por su valor real. Es el socio titular de las acciones o participaciones finalmente amortizadas quien hace suyas las ganancias o las pérdidas experimentadas por la sociedad durante ese lapso de tiempo. Así pues, los dividendos y las ganancias no repartidas durante el período indicado forman parte del daño experimentado por el minoritario y su indemnización puede ser reclamada al ejercer la oportuna acción de daños<sup>16</sup>).

Puede ocurrir, por otra parte, que también los socios que suscribieron las nuevas acciones hayan experimentado un daño, pues nada impide que las mismas se hayan devaluado desde el momento de su suscripción. Sin embargo, ese daño, a nuestro juicio, no es un daño que en principio pueda atribuirse al acuerdo ilícito de la junta general<sup>17</sup>). Aunque este se hubiera adoptado conforme a derecho, los titulares de las nuevas acciones habrían experimentado el mismo daño en el momento de los efectos de

la sentencia estimatoria. Se trata de un riesgo que ha de soportar el inversor. Ello a menos, como es lógico, que los socios suscriptores de las acciones hubiesen sido inducidos a adquirirlas mediante informaciones engañosas, emitidas con ocasión de la celebración de la junta. En tal caso, no se puede descartar una responsabilidad frente a esos socios, que recaería, salvo excepción, sobre los administradores. No obstante, ello incidirá, por lo general, sobre el contrato de suscripción celebrado por el inversor antes que sobre el precedente acuerdo de aumento de capital. Las acciones de responsabilidad civil por la información defectuosa contenida en el folleto informativo publicado al realizar una oferta pública de suscripción o, incluso, de nulidad del contrato por la existencia de vicios como el dolo o error sufrido por el inversor son ejemplos de los remedios de que los perjudicados dispondrían en tales casos.

Lo expuesto presupone siempre que el acuerdo de aumento, ejecutado, esté ya inscrito en el Registro Mercantil. Si la operación no se ha completado todavía y no ha producido en consecuencia efectos, entonces carece de sentido aplicar el régimen de la sociedad nula<sup>18</sup>). La sentencia estimatoria de la impugnación del acuerdo puede producir plenos efectos desde el justo momento de la adopción del mismo. Es poco probable además que se haya producido daño, por lo que las acciones de responsabilidad no jugarían papel alguno.

## 2.2. Impugnación imposible o ineficaz y acción de daños

Diferente situación se produce cuando la impugnación del acuerdo de aumento de capital no es posible, como sucede con respecto a aquel socio cuya participación no alcance el porcentaje mínimo para impugnar (uno por ciento del capital social o, en la sociedad cotizada, uno por mil: arts. 206.1 y 495.2 b LSC), o bien no logra resultado. Aun estando fundada la pretensión del impugnante, cabe la posibilidad de que la misma no produzca ningún efecto. Así sucederá, en primer lugar, si se sigue la tesis de quienes consideran que quedan a salvo, si actuaron de buena fe, los derechos de los terceros que ingresan en la sociedad mediante la suscripción de acciones o participaciones procedentes de un aumento nulo de capital e incluso los de los propios socios<sup>19</sup>). Si los suscriptores, sean terceros o hasta socios, tienen derecho –todos o algunos de ellos– a conservar la propiedad de sus acciones o participaciones, entonces la sentencia no producirá efectos y persistirán los daños experimentados por el minoritario. Esta tesis, no obstante, es más difícil de sostener hoy que en el pasado, dado que ya no existe ninguna norma que proteja, en general, los derechos adquiridos por terceros, sean o no de buena fe, a consecuencia de los acuerdos de la junta<sup>20</sup>). Aunque sí es perfectamente posible que sean aplicables otras normas de protección de terceros, como las dictadas en favor del adquirente de acciones representadas mediante títulos o anotaciones en cuenta. Si las acciones, todas o algunas, se encuentran ya en poder de un sujeto de quien no puedan reivindicarse (ex arts. 10.2 II LSC y 19 II LCCh y 11.3 LMV), la sentencia estimatoria difícilmente podrá producir efectos. Esto último explica que, en las sociedades cotizadas, en particular, sea muy difícil que la estimación de la impugnación del aumento pueda tener efectos. A la dificultad para identificar a los titulares de las acciones suscritas, se une el hecho de que una vez inscrita la ampliación y puestas las acciones en circulación, muchas de esas acciones habrán sido objeto de sucesivas transmisiones y pertenecerán a terceros de buena fe de quienes no podrán reivindicarse.

En estos casos, por tanto, los daños experimentados por los socios se mantienen y las acciones de responsabilidad adquieren más valor. Se presentan como el único remedio realmente eficaz para restablecer los intereses lesionados de los socios minoritarios. Elemento fundamental para establecer y cuantificar el daño sufrido por el minoritario es, en cualquiera de los casos indicados, el precio de emisión de los nuevos títulos. En la medida en que el mismo se aleje del valor razonable de las acciones o participaciones, mayor será el daño causado. Mucho más difícil es valorar económicamente el perjuicio político experimentado por el socio. En principio, la mera disminución del porcentaje sobre el capital social no tiene traducción económica, aunque si con ello se pierde la legitimación para ejercer derechos de minoría o poder de influir en las decisiones de la sociedad sí debe admitirse como posible la existencia de daño, aunque su valoración sea difícil y dependa de las circunstancias concretas de la sociedad.

## 3. AUMENTOS MALICIOSOS. RESPONSABILIDAD DE LA MAYORÍA

Además de la impugnación del acuerdo y la responsabilidad de la sociedad, cuando proceda, el minoritario perjudicado puede optar por exigir la responsabilidad de aquellos socios pertenecientes al grupo de control de la sociedad que hayan apoyado el acuerdo en la junta, siempre que se pueda establecer una relación de causalidad entre el voto del socio y el daño derivado del acuerdo y este se les pueda imputar a título de dolo o culpa<sup>21</sup>). No es difícil que dichos presupuestos se cumplan. No sin frecuencia el daño sufrido por los socios de la minoría es paralelo al beneficio que obtienen los que pertenecen al grupo mayoritario. Los vicios de los acuerdos de aumento de capital son a menudo expresión del abuso de la mayoría sobre la minoría. En ocasiones incluso nos encontramos, en la práctica, con operaciones realizadas con la sola intención de dañar a la minoría, reduciendo su participación en la sociedad. Ello supone la deslealtad del socio que apoya en la junta general el

acuerdo y permite la imputación de la responsabilidad.

La responsabilidad personal de los votantes constituye aquí un remedio especialmente valioso. No solo porque con la impugnación, aunque se estime, no queden resarcidos todos los daños derivados del acuerdo, como hemos demostrado. De ellos podría responder la sociedad. Pero la responsabilidad de los socios que respaldaron el acuerdo tiene la ventaja de que deja indemne el patrimonio social y permite, además, en su caso, la recuperación de los beneficios obtenidos por los socios que suscribieron las nuevas acciones a un precio inferior al del valor real de las mismas. Difícilmente podría alegar con éxito el mayoritario demandado en casos como los expuestos la necesidad de haber impugnado previamente el acuerdo, en cumplimiento del deber de disminuir o mitigar el daño que resulta de la buena fe<sup>22</sup>), entre otras razones porque el socio mayoritario estaría en condiciones de obtener, por sí mismo, el resultado buscado mediante la impugnación, revocando o sustituyendo el acuerdo, por ejemplo. Es muy probable, efectivamente, que la mayoría pueda obtener dicho resultado mucho más fácilmente que el minoritario, dado que la junta no sólo tiene poder para revocar el acuerdo sino también para rectificarlo o sustituirlo; es decir, la mayoría tiene a su alcance mantener las ventajas del acuerdo, sustituyéndolo por otro. Si esto es así, como es lógico, difícilmente podría admitirse la infracción del deber de salvamento como excepción o como motivo para reducir la indemnización. Si el demandado está en mejores condiciones que el demandante para adoptar las medidas de salvamento oportunas sería absurdo que se lo pudiese exigir.

### III. REDUCCIÓN DE CAPITAL E IGUALDAD DE LOS SOCIOS

Las reducciones del capital social constituyen operaciones peligrosas para los acreedores. Estos gozan, por ello, de medidas de protección, como es en las sociedades anónimas el derecho de oposición (art. 334 LSC) y cuentan con la responsabilidad personal de los socios por el importe de las aportaciones devueltas, en las limitadas (art. 331 LSC). Pero también los socios pueden sufrir daños. En las reducciones de capital, el primer riesgo para el socio es el de discriminación, esto es, que la reducción no le afecte en la misma proporción que a los demás. Como garantía, si la reducción es por pérdidas, es imperativo que afecte por igual a todas las acciones o participaciones en proporción a su valor nominal (art. 320 LSC). Si comporta devolución de aportaciones, entonces la ley (art. 329 LSC) exige el consentimiento de cada uno de los socios (en la SL) y la aprobación de la mayoría de los afectados –que lo serán tanto los que reciben las aportaciones, como los que no– (en la SA)<sup>23</sup>).

Si la reducción de capital afecta por igual a todos los socios y todos ellos reciben aportaciones valoradas con arreglo al mismo criterio, difícilmente experimentarán daño. El único daño imaginable es el que recaería sobre el interés común si los fondos repartidos fueran indispensables para el ejercicio de la actividad y su retirada repercutiese negativamente sobre el desarrollo de la empresa o perjudicase la solvencia de la sociedad. Pero ése es un daño que recaería sobre el patrimonio social y no incidiría sobre la integridad de la participación del socio y no procede, por tanto, tratarlo en este lugar.

Si la reducción no afecta por igual a todos los socios, entonces cabe la posibilidad de que algunos de ellos sufran daños. Así ocurrirá cuando la reducción sea por pérdidas. Sufrirá daño directo el socio al que la reducción de capital para sanear la sociedad afecte en superior medida a la correspondiente a su participación en el capital social. Si la reducción tiene como finalidad devolver aportaciones, la existencia de daño no es segura; dependerá de la relación entre las cantidades restituidas y el valor real de las acciones o participaciones. Si tales cantidades superan el valor real de los títulos amortizados, entonces experimentarán daño aquellos socios sobre cuyas acciones no haya recaído la reducción o lo haya hecho en menor medida que sobre las acciones de otros socios. Si ocurre lo contrario, esto es, si las cantidades devueltas son inferiores al valor real de las acciones, entonces el perjuicio lo sufrirán aquellos socios a cuyas acciones afectara la operación.

El interés del socio perjudicado quedará generalmente restablecido mediante la impugnación del acuerdo. Si la reducción se realizó para compensar pérdidas con el aumento del capital recuperará el socio las acciones o participaciones parcial o totalmente amortizadas. Si fue con devolución de aportaciones, el aumento de la cifra de capital irá acompañado de la restitución por los socios de las sumas recibidas. Únicamente en caso de insolvencia de algún socio, subsistiría, total o parcialmente, el daño experimentado por el socio perjudicado. En tal caso, quedará libre el camino para entablar la acción de daños. Los socios por debajo del umbral mínimo para impugnar, como es natural, podrán reclamar directamente los daños sufridos, sin necesidad de impugnar el acuerdo.

Requisito indispensable para tener derecho a la indemnización de los daños expuestos es no haber prestado el consentimiento individual o no haber votado a favor del acuerdo en la junta especial convocada al efecto. De haberlo hecho, queda subsanado el vicio y pierde el socio cualquier derecho a la indemnización de los daños, a menos –claro– que se den circunstancias excepcionales, como, por ejemplo, que se haya facilitado al socio información engañosa que le haya inducido a error o

concurra cualquier otro vicio que afecte a su consentimiento.

## IV. MODIFICACIONES ESTRUCTURALES. EL PRINCIPIO DE CONTINUIDAD EN LA PARTICIPACIÓN O EL DERECHO DEL SOCIO A MANTENER SU POSICIÓN RELATIVA

Las acciones de daños poseen especial relevancia como remedio ante los acuerdos de la junta cuando éstos tienen por objeto modificaciones estructurales de la sociedad. La impugnación de esta clase de acuerdos viene, como ya sabemos, estrechamente limitada por la ley: la de la fusión (cuyo régimen se aplica a la escisión y a la cesión global de activo y pasivo) no cabe tras la inscripción de tal operación en el Registro Mercantil, salvo incumplimiento legal y únicamente dentro de los tres meses siguientes, pero en compensación queda a salvo el derecho al resarcimiento de los daños que experimenten los socios, e incluso los terceros (art. 47 LMESM)<sup>24</sup>).

Cuando la junta general de una sociedad acuerda una modificación estructural, como la fusión, la escisión o la transformación, existe el riesgo de que la posición de cada uno de sus socios en la sociedad transformada, o en la que resulte de la fusión o escisión, empeore con respecto a la que ocupaban en su sociedad. Para evitar ese daño, la ley exige, expresamente, que el acuerdo de transformación no modifique la participación social de los socios, a menos que todos ellos consientan (art. 12.1 LMESM). La proporcionalidad de la participación de los socios está legalmente garantizada también en caso de fusión y escisión (art. 24.1 LMESM, para la fusión y arts. 69 y 70.1 LMESM, para la escisión).

La eficacia constitutiva de la inscripción de la fusión en el Registro Mercantil no carece en este momento de relevancia, pues significa que solo experimenta el socio daño con la inscripción. Antes, por tanto, la única acción disponible es la impugnación de los acuerdos adoptados por los órganos sociales y, en particular, los de fusión de la junta general. Dicha acción, además, puede ejercerse en ese estadio anterior en los términos ordinarios y no tropieza con las restricciones de la que tiene por objeto la fusión inscrita.

### 1. FIJACIÓN INCORRECTA DEL TIPO DE CANJE EN LA FUSIÓN O ESCISIÓN

#### 1.1. Delimitación

En caso de fusión, el derecho del socio a mantener su posición se garantiza no sólo asegurando en la nueva sociedad el mismo peso de su participación con respecto a las de sus consocios, sino particularmente mediante el cálculo correcto del tipo de canje de las acciones, participaciones o cuotas, es decir, conforme al valor real del patrimonio aportado por cada una de las sociedades participantes a la sociedad absorbente o a la nueva sociedad resultante de la fusión. Si la operación se aprueba sobre la base de un tipo de canje incorrecto, entonces los socios de la sociedad cuyo patrimonio haya sido infravalorado experimentan un daño indemnizable<sup>25</sup>). Daño que se corresponde con un beneficio equivalente que habrán obtenido los socios de las demás sociedades participantes en la fusión. En la práctica, la fijación incorrecta del tipo de canje, con el consiguiente daño a los socios de la sociedad/es desplazada/s, constituye el vicio más frecuente de los acuerdos de fusión. No solo entre nosotros<sup>26</sup>), sino también en los sistemas de nuestro entorno europeo, como el alemán o el italiano<sup>27</sup>).

El cálculo del tipo de canje conforme al valor real de los patrimonios aportados que impone la ley (art. 25 LMESM) no exige seguir un concreto criterio de valoración ni tiene por qué ser el resultado que arroje el único posible. La ley concede cierto margen. Simplemente exige que el método seguido para establecer el tipo de canje sea adecuado (art. 34.3 LMESM). El propio Tribunal Supremo así lo ha confirmado. No existe un único criterio de valoración del patrimonio de las sociedades participantes (véase, por ejemplo, la STS de 15 de febrero de 2007)<sup>28</sup>). Ello supone que no existirá responsabilidad alguna porque no se haya empleado un concreto método para establecer el tipo de canje, si el efectivamente utilizado es adecuado. Un sector de la doctrina italiana se pregunta acerca de la situación cuando el tipo de canje aun habiendo sido calculado correctamente, no lo ha sido conforme al criterio de valoración más favorable para los socios de una determinada sociedad. A mi parecer, no puede nacer por esa razón responsabilidad. La opción entre los diferentes criterios de valoración que quepan forma parte del margen de libertad de que gozan los socios. La ley simplemente exige que el tipo de canje esté calculado conforme al valor real de los patrimonios aportados y la responsabilidad nacerá exclusivamente cuando el criterio empleado no sea adecuado para establecer dicho valor real.

Idéntica lesión se produce, como es obvio, cuando la operación emprendida no es una fusión sino es una escisión y el patrimonio o una parte de él se transmite en bloque no a una nueva sociedad, sino a una ya existente y el tipo de canje de la escisión no responde al valor real de los patrimonios de las sociedades participantes. Para ese caso valen mutatis mutandis las consideraciones anteriores.

## 1.2. Importancia de las acciones de daños

Ante acuerdos que adolezcan del vicio expuesto, una vez inscrita la fusión, puede el socio reclamar directamente la indemnización de los daños sufridos, sin importar si se encuentra o no por debajo del mínimo exigido para impugnar. Incluso aquellos socios legitimados para impugnar tienen la facultad de ejercitar la acción de responsabilidad. Pueden, por tanto, elegir entre la acción de daños y la impugnación del acuerdo, dentro de los estrechos límites en que esta última es posible<sup>29</sup>). Un sector de la doctrina, influida seguramente por la orientación de los sistemas alemán e italiano, que no admiten, como hemos repetido, la impugnación de la fusión una vez inscrita, niega la posibilidad de impugnar la fusión inscrita si la acción se basa en el cálculo incorrecto del tipo de canje, de modo que el espacio para la impugnación se reduciría a los acuerdos adoptados en la fase previa a la inscripción de la fusión. Si se sigue esa tesis, entonces las acciones de responsabilidad adquieren aún más valor, pues se presentan como el único remedio disponible, para todos los socios, a partir de la inscripción de la fusión.

No obstante, precisamente por la falta de unanimidad, no se puede excluir la impugnación basada en el incorrecto cálculo del tipo de canje, aunque venga esta acción fuertemente limitada. La ley, una vez inscrita en el Registro Mercantil, solo la admite si no se ha realizado de conformidad con las previsiones de esta Ley y dentro de los tres meses siguientes a la fecha en que fuera oponible la fusión a quien ejerciera la impugnación (art. 47.1 y 2 LMESM). Si efectivamente la fusión es impugnada, y la acción prospera, los daños experimentados por los socios minoritarios disminuirán ya que recuperará de esa forma el socio su posición anterior a la adopción del acuerdo. Pueden no obstante subsistir algunos daños, como los derivados de los hipotéticos repartos de dividendos a los socios perjudicados en menor medida de lo que les habría correspondido si su participación en la sociedad resultante de la fusión hubiese sido correctamente establecida.

De no impugnarse la fusión, podrá el socio solicitar una indemnización de todo el daño derivado del incorrecto establecimiento del tipo de canje, que resulte de hallar la diferencia entre el valor de las acciones o participaciones asignadas al socio perjudicado y el de las que deberían habersele asignado si el mencionado tipo de canje se hubiera fijado correctamente.

En otros países de nuestro entorno europeo, el protagonismo de las fórmulas compensatorias es aún mayor dado que la impugnación de esta clase de modificación estructural, como hemos explicado, está incluso aún más restringida. En Alemania, por ejemplo, existe una acción específica para reclamar ese daño, aunque circunscrita a los socios de la sociedad absorbida por efecto de la fusión. La Umwandlungsgesetz alemana excluye la impugnación por los socios de tal modificación estructural por razón del tipo de canje (§ 14.2) y contempla a cambio el derecho del socio perjudicado por el cálculo inadecuado del tipo de canje a reclamar a la sociedad resultante de la fusión una compensación dineraria, siguiendo los trámites de un procedimiento específico regulado mediante una ley denominada Spruchverfahrgesetz (§ 15 UmwG). No obstante, esa acción se ejerce a través de un procedimiento especial (Spruchverfahren), que concluye con una sentencia cuyos efectos benefician a todos los socios que se encuentren en la misma situación que los demandantes, incluyendo aquellos que hayan abandonado la sociedad. Así lo establece claramente el § 13 Spruchverfahrgesetz. La posibilidad de que los efectos de las sentencias estimatorias de las acciones de daños recaigan sobre todos los socios también viene contemplada por el legislador comunitario en la Directiva (UE) 2017/1132 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre determinados aspectos del Derecho de sociedades, tras su reforma mediante la Directiva (UE) 2019/212130).

La situación es muy diferente antes de la inscripción registral de la fusión. El régimen de impugnación es entonces el ordinario; no encuentra las limitaciones aplicables a la fusión inscrita. Para el ejercicio de acciones de responsabilidad no hay espacio por la sencilla razón de que el daño solo se produce con la inscripción, cuyos efectos son, como sabemos, constitutivos. Antes, por tanto, es la impugnación el único remedio de que dispondrían los socios.

## 1.3. Sujetos pasivos de la acción indemnizatoria

### A. Socios y sociedad

Frente a los socios perjudicados responderá siempre la sociedad que resulte de la fusión, bien sea la misma cuya junta adoptó el acuerdo, en caso de que mantenga su personalidad jurídica, o no lo sea, bien sea la absorbente o la nueva sociedad<sup>31</sup>). La fuerte restricción de la posibilidad de impugnar los acuerdos es una de las razones que milita en favor de la responsabilidad de la sociedad. La responsabilidad no deja de servir aquí de compensación por esas limitaciones. Limitaciones que además permiten conservar los beneficios de la operación, de lo que se aprovechan, al fin y al cabo, todos los socios. La responsabilidad de la sociedad, a diferencia de la de los votantes, puede además ser objetiva y de ese modo tutelar más

satisfactoriamente los intereses lesionados de los socios<sup>32</sup>).

La indemnización en dinero será lo normal, pero las ventajas que presenta la indemnización en acciones o participaciones y que expondremos más abajo hace que no sea prudente descartarla completamente<sup>33</sup>). Al menos como opción de la sociedad.

La responsabilidad de la sociedad por el daño procedente de la fusión realizada con arreglo a un tipo de canje incorrecto no excluye, por supuesto, la de los causantes, esto es, los socios que votaron a favor del acuerdo en la junta general, siempre y cuando se cumplan los presupuestos de su responsabilidad, en particular, siempre que quepa establecer una relación de causalidad entre la conducta de los socios y el daño causado y tal daño se les pueda imputar a esos concretos socios a título de dolo o culpa<sup>34</sup>). Responsabilidad que es, a su vez, compatible, como es natural, con la de los administradores y otros expertos que suelen intervenir en esta clase de operaciones (vid. infra). Conocemos ya las ventajas de la responsabilidad de los socios. El patrimonio de la sociedad se mantiene intacto. Si al mismo tiempo son quienes se beneficiaron del tipo de canje incorrecto, entonces su responsabilidad permitiría deshacer el enriquecimiento correlativo al daño causado.

### *B. Administradores y expertos*

La posibilidad de responsabilidad de los administradores no ofrece duda, dado su especial protagonismo. Son ellos los encargados de establecer el tipo de canje de las acciones o participaciones de los socios de las sociedades que se extinguen para incluirlo en el proyecto de fusión que deben redactar y suscribir (arts. 30.1 y 31 2.º LMESM), así como de justificarlo detallada y especialmente en el informe sobre el proyecto de fusión que han de elaborar (art. 33 LMESM) y que se pone a disposición de los socios que resuelven sobre la fusión en la junta general<sup>35</sup>). Entre los derechos de socios y terceros que deja a salvo el propio artículo 47.1 LMESM, no ha duda de que se encuentran las acciones indemnizatorias frente a los administradores.

La responsabilidad de los administradores por su actuación con respecto a la preparación y realización de la fusión y la escisión está prevista por el derecho comunitario. Así, la Directiva (UE) 2017/1132 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre determinados aspectos del Derecho de sociedades (art. 106), bajo el rótulo ‘Responsabilidad civil de los miembros del órgano de administración o de dirección de la sociedad absorbida’ exige a los estados miembros establecer, al menos “la responsabilidad civil de los miembros del órgano de administración o de dirección de la sociedad absorbida ante los accionistas de esta sociedad en razón de las faltas cometidas por miembros de este órgano en la preparación y en la realización de la fusión”. Y en la escisión: “la responsabilidad civil de los miembros de los órganos de administración o de dirección de la sociedad escindida frente a los accionistas de dicha sociedad respecto a las faltas cometidas por los miembros de dichos órganos durante la preparación y realización de la escisión” (art. 152, ‘Responsabilidad civil de los miembros de los órganos de administración o de dirección de la sociedad escindida’).

La responsabilidad de los administradores cuenta con apoyo legal expreso asimismo en los principales ordenamientos europeos. Así, en el derecho alemán, existe una disposición específica dentro del régimen de las modificaciones estructurales, que impone a los administradores (de las sociedades absorbidas) responsabilidad solidaria por el daño que hayan causado a la propia sociedad, sus socios o acreedores mediante la fusión, con la posibilidad de quedar exentos si se demuestra que actuaron con la diligencia exigible [§ 25 (1) UmwG]. La responsabilidad de los administradores en la fusión no se limita a los de la sociedad absorbida. La norma citada no debe interpretarse como excluyente de la responsabilidad de los administradores de la absorbente (en caso de que sea al patrimonio de la absorbente el que se hubiese infravalorado, pues en otro caso, si fue el de la absorbida el que se sobrevaloró, entonces la protección de los socios de la absorbente se logra no mediante el ejercicio de acciones de responsabilidad contra los administradores, sino mediante herramientas como la posibilidad de solicitar el nombramiento de experto y exigir su responsabilidad o la impugnación del acuerdo dentro del breve plazo en que es posible [§ 14 (1) UmwG]. Pero esa responsabilidad no requiere normas específicas, porque resulta de la aplicación de las reglas generales, como, por ejemplo, en la sociedad limitada, las acciones de responsabilidad de que goza la sociedad contra los administradores que incumplan los deberes que le son propios y le causen daño [§ 43 (2) GmbHG]. La tutela de los socios perjudicados, más concretamente, se logra, si son los administradores de la absorbente quienes han incumplido sus deberes, mediante el ejercicio de la acción social de responsabilidad<sup>36</sup>). En Italia, es habitual considerar como fundamento de la responsabilidad del administrador el artículo 2504 quater del Codice Civile o, en la sociedad anónima, el propio artículo 2395 del mismo texto, que reconoce “il diritto al risarcimento del danno spettante al singolo socio o al terzo che sono stati direttamente danneggiati da atti colposi o dolosi degli amministratori”, esto es, la acción individual de responsabilidad.

El ejercicio de una acción de responsabilidad contra los administradores estaría, en definitiva, aquí perfectamente justificada<sup>37</sup>). Acción que no impediría, como hemos repetido, la responsabilidad de la sociedad ni tampoco la de los propios

socios, siempre en este último caso, claro está, que se les pueda imputar el daño de acuerdo con los criterios expuestos (vid. supra)38).

Junto a los administradores, no se puede descartar, por supuesto, la responsabilidad de los expertos que hayan emitido el preceptivo informe sobre el proyecto de fusión. Dicho informe ha de exponer, en particular, los métodos seguidos por los administradores para establecer el tipo de canje de las acciones, participaciones o cuotas de los socios de las sociedades que se extinguen, y debe explicar si esos métodos son adecuados, con expresión de los valores a los que conducen y, si existieran, las dificultades especiales de valoración, así como manifestar la opinión del experto sobre si el tipo de canje está o no justificado (art. 34.3 LMESM).

## 2. ATRIBUCIÓN DESIGUAL DE ACCIONES O PARTICIPACIONES EN LAS SOCIEDADES BENEFICIARIAS DE LA ESCISIÓN

Cuando en la escisión el patrimonio de la escindida se aporta a sociedades de nueva creación no existe peligro de daño si la participación de los socios en la sociedad escindida se mantiene igual39). La ley lo exige, pero no impide el pacto en contrario. Es perfectamente lícito, aunque se requiere el consentimiento individual, que los socios acuerden modificar su cuota de participación en las sociedades beneficiarias e incluso lo es que no se atribuyan a los socios o a algunos de ellos participaciones o acciones de todas las beneficiarias. Entonces, cuando la escisión no es proporcional, sí adquiere relevancia la valoración del patrimonio aportado a cada una de aquellas. Si esa valoración no es correcta, sufrirán daño aquellos socios cuya cuota de participación aumente en las sociedades a las que se transfirió patrimonio de inferior valor al previsto en el proyecto de escisión y se enriquecerán paralelamente aquellos que se encuentren en la situación inversa.

Cabe preguntarse si el daño al que me acabo de referir da lugar a responsabilidad cuando existe, como se requiere para atribuir en las sociedades beneficiarias, acciones o participaciones no proporcionales, consentimiento individual de los socios. La respuesta dependerá del objeto de tal consentimiento. En principio, el mismo no tiene por qué implicar más que la aceptación de la ruptura de la proporcionalidad, pero no de ningún perjuicio derivado de la valoración incorrecta del patrimonio escindido. Distinto sería que la valoración hubiera sido adecuada, pues en tal caso sí parece que el consentimiento debe comprender el deterioro de su participación.

Un último problema deriva de la extinción de la sociedad escindida por efecto de la misma operación (escisión total). ¿Quién responderá entonces en el lugar de la sociedad? La solución se encuentra en la propia ley: cuando un elemento del pasivo no se ha atribuido a alguna de las beneficiarias en el proyecto de escisión y la interpretación de este no permita decidir sobre su reparto responderán solidariamente todas las beneficiarias (art. 75.2 LMESM). La aplicación de esta regla sobre pasivos no asignados, que consiste en la responsabilidad solidaria de todas las beneficiarias, constituye una solución muy satisfactoria, pues de ese modo queda obligado todo el patrimonio de la escindida frente a los socios perjudicados, como si se tratara de cualquier acuerdo sin repercusión sobre la estructura de la sociedad. Si la escisión no es total sino parcial, entonces la responsabilidad recaerá sobre la escindida, aunque lo más justo sería, realmente, que debieran responder igualmente las sociedades beneficiarias, al menos hasta el importe del activo neto atribuido a cada una de ellas. La ley establece, como sabemos, la responsabilidad de la sociedad escindida y de las beneficiarias por las obligaciones incumplidas por alguna de estas, pero no impone responsabilidad a las beneficiarias por las obligaciones incumplidas por la escindida, como con buen criterio han sugerido algunos autores40) y es la regla en otros sistemas, como el italiano41).

## V. EXCLUSIÓN DEL SOCIO Y ACUERDOS DE ANÁLOGOS EFECTOS

### 1. EXCLUSIÓN DEL SOCIO

Los supuestos más extremos de daño a la participación del socio son, obviamente, aquellos que desembocan en su salida de la sociedad42). La junta general, en la sociedad limitada, tiene facultades para excluir a los socios, si bien debe hacerlo por alguna de las causas tasadas recogidas en la ley (infracción voluntaria de la obligación de realizar prestaciones accesorias, socio administrador que infringe la prohibición de competencia o ha sido condenado por sentencia firme a indemnizar a la sociedad los daños y perjuicios causados por actos contrarios a la ley o a los estatutos o realizados sin la debida diligencia, art. 350 LSC) o en los estatutos (art. 351 LSC) y conforme al procedimiento que establece. La exclusión precede a la liquidación de la participación del socio afectado, tarea que corresponde ya a los administradores, siguiendo el procedimiento legalmente previsto (arts. 353 y ss. LSC).

Ante la exclusión injustificada de un socio, la primera opción es la impugnación del acuerdo. La tutela resarcitoria, como

remedio exclusivo, suele ser insuficiente. Primero, porque no evita que el socio pierda su condición, aunque obtenga una indemnización. En segundo lugar, porque, paradójicamente, no siempre la exclusión indebida de un socio implica que sufra un daño patrimonial. Ello depende de la liquidación de su participación. En efecto, la exclusión indebida acordada por la junta de alguno de los socios (ausencia de causa, ausencia de resolución judicial cuando se trate de socios con participaciones iguales o superiores al veinticinco por ciento) no produce necesariamente daño, entendido como disminución del valor del patrimonio del socio afectado. Ello dependerá de la liquidación de la participación. Solo si la misma no cubre el valor real de las participaciones podremos afirmar la existencia de un daño. Esto significa que un socio puede llegar a ser excluido de una sociedad, con el evidente quebranto que ello supone, y carecer sin embargo de derecho a reclamar una indemnización, si se da la condición de que su participación se liquidó adecuadamente, conforme a su valor real.

Dada la gravedad de este tipo de acuerdos, la posibilidad de impugnar ha de estar abierta a todos los socios. No sería razonable que la legitimación para impugnar estuviera limitada según la cuota de participación del socio en la sociedad. La ley, de hecho, no lo impide, pues cualquier socio puede impugnar los acuerdos contrarios al orden público (art. 206.2 LSC) y no hay duda de que los acuerdos de este tipo, que excluyen a socios sin razón y les privan de sus acciones o participaciones, son, por su carácter expropiatorio, acuerdos contrarios al orden público<sup>43</sup>). En cierto modo, pueden ser equiparados a los acuerdos que afectan a los derechos individuales de los socios, que pueden considerarse como acuerdos nulos, precisamente por la ausencia de consentimiento del sujeto afectado (art. 292 LSC).

Lo anterior no significa que las acciones indemnizatorias no jueguen aquí ningún papel. El éxito de la impugnación y la recuperación de las participaciones amortizadas no compensan por sí solos los daños derivados, por ejemplo, de la falta de obtención de los frutos de las participaciones desde que se produjo la exclusión hasta la fecha de la sentencia estimatoria. Tengamos en cuenta que los efectos de la exclusión se producen, si no se requiere resolución judicial, desde la adopción por la junta general del acuerdo de exclusión, si el socio afectado estaba presente o, en caso contrario, desde el momento en que se notifique el acuerdo<sup>44</sup>). Cuando sea precisa resolución judicial firme, la fecha será la de la firmeza de la sentencia<sup>45</sup>).

Hipótesis especialmente grave para el socio afectado es la exclusión injustificada mediante acuerdo de la junta sin reembolso de sus participaciones o con reembolso de las mismas, pero por una cantidad inferior a la correspondiente a su valor razonable, o al valor fijado, en su caso, de acuerdo con los criterios establecidos en los estatutos<sup>46</sup>). Se trata de un supuesto en el que el acuerdo ilícito de la junta se unirá al incumplimiento de los deberes de los administradores. Precisamente a estos compete, una vez acordada la exclusión, cumplir los trámites establecidos para la adecuada valoración de las participaciones del socio excluido y reembolsárselas al mismo dentro del plazo previsto cuando lo solicite o consignar la cantidad correspondiente en una entidad de crédito transcurrido dicho plazo (art. 356 LSC). En casos como los expuestos, podrá el socio, como es lógico, impugnar el acuerdo, si bien carecerá entonces de derecho a retener la cantidad recibida como reembolso del valor de sus participaciones, así como a reclamar una suma superior. La otra alternativa de la que el socio excluido dispondría es dar por bueno el acuerdo de exclusión, pero reclamar a la sociedad la liquidación de sus participaciones conforme a su valor real. En tal caso, la hipotética responsabilidad por la liquidación defectuosa carecería de relación con el acuerdo de la junta y recaería exclusivamente sobre los administradores. Sería ése un supuesto de responsabilidad de los administradores frente al socio (art. 241 LSC) que no presentaría especial particularidad y que no podría, por cierto, calificarse como medio de tutela de la integridad de la participación del socio.

## 2. ACUERDOS DE ANÁLOGOS EFECTOS: OPERACIONES ACORDEÓN Y REDUCCIONES DESIGUALES

Idéntico efecto de exclusión del socio de la sociedad puede derivar de otros acuerdos ilícitos de la junta general no dirigidos directamente a cumplir ese fin, pero que desemboquen para el socio afectado sin embargo en el mismo resultado. Así sucederá si la junta acuerda reducir el capital a cero y ampliarlo a continuación (operación acordeón) sin respetar el derecho de preferencia. Con el agravante de que como aquí se supone que el valor de la participación del socio excluido se aproxima a cero, podría suceder que quedase fuera de la sociedad sin derecho ni siquiera, frente al supuesto normal de exclusión, a recibir cantidad alguna como indemnización.

Igualmente, la reducción del capital social con amortización desigual puede producir la misma consecuencia excluyente, siempre –claro está– que algún socio pierda todas sus acciones o participaciones. En esta ocasión la ley protege al socio afectado, bien prohibiendo la operación en esos términos, esto es, exigiendo que afecte por igual a todas las participaciones sociales o a todas las acciones en proporción a su valor nominal (reducción por pérdidas, art. 320 LSC), bien imponiendo el consentimiento individual, si se trata de una sociedad limitada, o el acuerdo separado de los accionistas interesados, en caso de sociedad anónima (reducción con devolución de aportaciones, art. 329 LSC). Esta fórmula ha sido propuesta en nuestra

doctrina para hacer posible el squeeze-out de los socios minoritarios más allá de los supuestos en los que el legislador español reconoce expresamente tal derecho y, en particular, en los grupos de sociedades<sup>47</sup>). Como es sabido, en la sociedad cotizada, los socios minoritarios pueden ser excluidos por el mayoritario que hubiera formulado una oferta pública dirigida a la totalidad de los valores de aquella. Éste, una vez liquidada la oferta, podrá exigir a los restantes titulares de acciones u otros valores afectados por la oferta su venta forzosa a un precio equitativo. Ello siempre que el oferente sea titular de valores que representen al menos el noventa por ciento del capital con derecho de voto de la sociedad afectada y que la oferta pública previa hubiera sido aceptada por titulares de valores que representen al menos el noventa por ciento de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido (arts. 136 LMV y 47 RD 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores). No existe, sin embargo, una regla parecida en nuestro país con respecto a los grupos de sociedades, como en cambio sucede en otros sistemas, como el alemán, pero la doctrina a que nos referimos defiende la legitimidad del squeeze-out cuando los beneficios para el socio de control sean mayores que los perjuicios a los socios excluidos, siempre que los costes de transacción sean muy elevados y se compense adecuadamente a los socios excluidos.

En ambas hipótesis –operaciones acordeón, reducciones desiguales– podrá el socio desplazado impugnar el acuerdo, con independencia de su cuota de participación en la sociedad. Se trata de acuerdos, como los de exclusión stricto sensu, claramente contrarios al orden público. Cabría también aquí, por supuesto, el ejercicio de acciones de responsabilidad, en los mismos términos que con respecto a los acuerdos de exclusión.

## VI. LA POSIBILIDAD DE UNA INDEMNIZACIÓN EN ACCIONES O PARTICIPACIONES

### 1. PLANTEAMIENTO

Cuando la lesión producida al minoritario consista, en particular, en la reducción de su cuota de participación en el capital de la sociedad (o en la atribución, en caso de modificación estructural, de una cuota inferior a la que le correspondería en la sociedad beneficiaria, sea ya existente o de nueva creación), aparte de la ineficacia del acuerdo alcanzada mediante la impugnación o la indemnización del daño causado a dicho socio, en los términos antevistos, cabrían –al menos teóricamente– otras posibilidades para lograr la tutela del derecho del minoritario lesionado que, al menos, conviene explorar, dados los inconvenientes que tanto la ineficacia del acuerdo como la indemnización (en dinero) presentan. Posibilidades que podríamos considerar como variantes de las acciones de cumplimiento o, empleando categorías propias de la responsabilidad extracontractual, modalidades de reparación in natura del daño derivado del acuerdo de la junta. ¿Podría –más concretamente– un socio cuya cuota se haya reducido en favor de otros socios reclamar a la sociedad la entrega de acciones o participaciones en la medida suficiente para recomponer el equilibrio quebrado? O, incluso, ¿podría el socio dañado exigir a los beneficiados a su costa la devolución del enriquecimiento experimentado mediante la transferencia de una parte de las acciones o participaciones recibidas? Las ventajas de aceptar esas soluciones se aprecian inmediatamente. De ese modo lograría el socio perjudicado el restablecimiento pleno de los derechos lesionados. Frente a la indemnización (en dinero) de los daños, situarían al socio perjudicado en la exacta posición que le correspondería en la/s sociedad/es con respecto a sus consocios<sup>48</sup>). Además, la reparación in natura, a diferencia de la pérdida de efectos del acuerdo, permitiría conservar los hipotéticos beneficios de la operación para la/s sociedad/es y todos sus socios, con la ventaja añadida, si suponemos que la responsabilidad recae sobre la sociedad, de evitar la distracción de recursos de la sociedad para pagar las indemnizaciones<sup>49</sup>).

### 2. OBJECIONES

Las alternativas expuestas no están, sin embargo, exentas de dificultades<sup>50</sup>). Si la legitimación pasiva correspondiese a los socios enriquecidos –opción preferible en principio dado que permite mantener invariado el capital social–, habría que dirigir la demanda frente a todos ellos, incluyendo no solo los pertenecientes al grupo mayoritario, cuya voluntad acaso fue decisiva en la junta general, sino también aquellos otros socios –incluyendo los terceros incorporados a la sociedad– que hubiesen actuado de buena fe. Acción que, salvo para aquellos socios que reunieran la doble condición de beneficiados y responsables, no sería propiamente una acción de indemnización sino de devolución del enriquecimiento indebido, con las dificultades que el ejercicio de esa clase de acciones conlleva<sup>51</sup>). De dirigirse la demanda frente a la sociedad, salvo que esta dispusiera de autocartera suficiente, haría falta un nuevo aumento de capital con objeto de emitir las acciones o participaciones necesarias para compensar a los minoritarios.

Algunos autores, tratando sobre la fusión, han equiparado este remedio con la impugnación para llegar a la conclusión de que si este último no es un remedio adecuado entonces tampoco lo es la indemnización en acciones<sup>52</sup>). Este argumento es admisible, pero solo parcialmente. No sirve en tanto la indemnización en acciones no incide sobre la estructura externa de la/s

sociedad/es, no altera –si se prefiere expresar así– la personalidad de las sociedades implicadas, como sí lo haría la estimación de la impugnación de la fusión o escisión inscrita. Modifica naturalmente las condiciones bajo las que se realizó la operación y afecta, por tanto, de ese modo, al consentimiento prestado por los socios que respaldaron el/los acuerdo/s en la junta general, así como, en su caso, al de los socios o terceros que aceptaron participar, suscribiendo, por ejemplo, las nuevas acciones emitidas mediante un aumento de capital. En esto último se han basado algunos autores para rechazar la indemnización en acciones<sup>53</sup>). La modificación que implica de las condiciones de la operación realizada es un argumento en apariencia poderoso, en efecto, especialmente si en ella participan socios o terceros de buena fe. Aunque no exista una norma general que les proteja, y por ello, la sentencia estimatoria de la impugnación podría producir normalmente sus efectos, sí parecería excesivo imponerles una inversión en unas condiciones diferentes de las previstas. Podríamos pensar que el socio o tercero de buena fe no tiene derecho a que se mantenga la operación, pero sí a que no se le imponga en condiciones diferentes de las establecidas. De modo que si el precio de otorgar al socio perjudicado la facultad de optar por una indemnización in natura fuese imponer a socios o terceros de buena fe una inversión en condiciones diferentes de las por ellos aceptadas, concluiríamos –siguiendo el razonamiento– que dicho precio es excesivo y rechazaríamos, en consecuencia, tal posibilidad<sup>54</sup>).

Sin embargo, si se observa con atención, se aprecia que las consecuencias de la indemnización en acciones no son muy diferentes de las que comporta la condena a satisfacer una indemnización dineraria en sustitución de ineficacia que deriva de la impugnación. También en ese caso se alteran, en cierto modo, las condiciones de la operación. En la fusión, aunque no varíe la cuota de los socios en las sociedades resultantes, se reduce el patrimonio sobre el que participan los socios de las sociedades intervinientes en la operación y con ello se devalúa la cuota de cada uno de ellos. Todavía más: se puede defender perfectamente que la modificación de las condiciones de la operación es más importante en este caso, pues aunque el número de acciones de los socios y el porcentaje que sobre el capital representan se mantiene, con la salida de patrimonio de la sociedad para pagar las indemnizaciones no solo experimentan los socios beneficiados una reducción del valor de sus acciones, sino que pasan a participar de una sociedad cuyo patrimonio es menor. Ello nos lleva a desechar, en consecuencia, la objeción basada en la alteración de las condiciones de la operación que la indemnización en especie supondría.

Otro de los problemas de la indemnización en acciones obedece a la limitación de la solución al socio demandante. Los efectos de las sentencias dictadas en esa clase de procedimientos son individuales, a diferencia de las recaídas en procedimientos de impugnación, cuyos efectos, como sabemos, son generales (art. 222.3 III LEC). No obstante, ese problema de los efectos singulares de las condenas a la indemnización en acciones no es insalvable; se podría resolver sin excesiva dificultad mediante la oportuna reforma legal. Así, por ejemplo, en el derecho alemán, la existencia de un procedimiento especial para obtener indemnización de los daños derivados del incorrecto cálculo del tipo de canje (Spruchverfahren) garantiza la aplicación de los efectos de la sentencia a todos los socios que se encuentren en idéntica situación (§ 13 SpruchG).

Una indemnización en acciones tropieza, por otra parte, con serias dificultades cuando ha de compaginarse con la impugnación simultánea o posterior del acuerdo. De hecho, las tesis favorables a la indemnización en acciones se han sostenido a menudo partiendo de la exclusión de la impugnación. Así, por ejemplo, en Alemania, donde se ha defendido por un sector de su doctrina, como hemos expuesto, la posibilidad de una indemnización en acciones por los daños a la participación, la impugnación no está disponible. Como es sabido, la ley alemana de modificaciones estructurales (Umwandlungsgesetz) no permite la impugnación del acuerdo por el cálculo incorrecto del tipo de canje, ni siquiera antes de que la fusión sea eficaz. El único instrumento del que gozan los socios perjudicados consiste en solicitar una indemnización dineraria (§§ 14.2 y 15 UmwG).

En nuestro país, salvo que reduzcamos la indemnización en acciones a concretas operaciones societarias como la fusión, no existiría garantía de que el acuerdo que da pie a la reclamación de una indemnización en acciones no fuese al mismo tiempo o posteriormente impugnado por otros legitimados basándose en los mismos o diferentes vicios<sup>55</sup>). En tal caso, de ser estimada la acción, para evitar el enriquecimiento de los socios perjudicados no bastaría con la restitución a la sociedad de las sumas recibidas, sino que habrían de amortizarse las acciones o participaciones obtenidas en concepto de indemnización. No obstante, ese inconveniente no es definitivo, especialmente por lo que respecta a la fusión y aquellas modificaciones estructurales a las que se aplica su régimen. Tengamos en cuenta, de un lado, que la impugnación está fuertemente restringida una vez inscrita la fusión. Algunos autores estiman incluso que la incorrecta fijación del tipo de canje, en particular, es un vicio que no justifica en ningún caso la impugnación<sup>56</sup>). Pero, además, el plazo de caducidad de la impugnación de la fusión es solo de tres meses, y dicho plazo se aplica en todos los casos, incluso aunque se trate de acuerdos contrarios al orden público<sup>57</sup>). Difícilmente, en suma, se presentará en la práctica un supuesto en el que la impugnación del acuerdo pueda formularse después de haberse satisfecho una indemnización en acciones. Mayor riesgo existe, en cambio, en las operaciones de aumento de capital, pues la impugnación no está sometida a reglas especiales. El plazo de caducidad de la acción es el de un año previsto para cualquier acuerdo de la junta –si el acuerdo no contraviene el orden público ya que si lo hace no hay plazo– y el ámbito

de los acuerdos impugnables no está restringido según la clase de vicio, más allá de los que la propia ley declara irrelevantes (v. art. 204.3 LSC).

### **3. LA INDEMNIZACIÓN EN ACCIONES O PARTICIPACIONES COMO OPCIÓN DE LA SOCIEDAD: LA FÓRMULA AUSTRIACA**

Los inconvenientes son menores cuando es la propia sociedad la que elige la fórmula de la indemnización en acciones para resarcir los daños sufridos por los minoritarios. Ello, en primer lugar, permite a los socios reconsiderar previamente la operación en los términos que resultarían de la indemnización in natura y optar por esta fórmula en caso de que sea la que más convenga a la sociedad. En segundo lugar, supone aplicar la misma solución a todos los eventuales socios perjudicados, con lo que desaparecen los inconvenientes derivados de la coincidencia de diferentes sistemas.

Esta alternativa no difiere de la contenida en la Aktiengesetz austriaca, que, en la fusión, reconoce a la sociedad, ante la demanda dirigida a la sociedad por el socio perjudicado por la relación de canje, la facultad de indemnizar a los socios perjudicados mediante la entrega de acciones en lugar de una suma dineraria [225e (3)]. Solución que en Alemania ha sido reclamada por un cualificado sector de la doctrina, así como por asociaciones del prestigio de la asociación alemana de la abogacía (Deutscher Anwaltverein) o la Regierungskommission Corporate Governance. El Comité de Derecho Mercantil (Ausschuss Handelsrecht) de la primera ha propuesto, en efecto, en varias ocasiones la introducción de esta fórmula en la ley alemana de modificaciones estructurales (Umwandlungsgesetz)<sup>58</sup>. La compensación dineraria –explican en uno de sus últimos documentos<sup>59</sup>– contraviene el fundamento mismo de la operación de fusión, que implica, por definición, la entrega de acciones a los socios de las sociedades participantes en la operación.

### **4. EL PROBLEMA DE LA FLUCTUACIÓN DEL VALOR DE LAS ACCIONES O PARTICIPACIONES**

La indemnización en acciones exige, por otra parte, resolver algunos problemas que no se presentan, en cambio, cuando aquella es dineraria. Uno de ellos obedece a la variación del valor de las acciones tras la fijación del tipo de canje y la adopción de los acuerdos por las juntas generales y hasta que se dicta la sentencia. Caben dos opciones. La primera es tomar como relevante el momento en que la junta general adoptó el acuerdo. A los socios perjudicados les corresponderían entonces el número de acciones que habrían debido recibir de haberse calculado correctamente el tipo de canje. Tendrían así que asumir la pérdida o el beneficio derivado de la fluctuación posterior del valor de las acciones. Es fácil suponer entonces que el socio perjudicado, si puede elegir entre una y otra clase de indemnización, se decantará por la dineraria si el valor de las acciones ha descendido mientras optará por las acciones en caso contrario. Para evitar el riesgo de arbitraje, algunos autores sostienen que el juez debe cuantificar primero el daño en dinero para reconocer después derecho a recibir el número de acciones que correspondan teniendo en cuenta el valor de las mismas en el momento en que se dicta la sentencia<sup>60</sup>). Este último método ha sido propuesto también por el Deutscher Anwaltverein alemán, aunque solo lo admite para las sociedades cotizadas y siempre que las mismas opten por él<sup>61</sup>). Para las no cotizadas lo descarta porque complicaría excesivamente el procedimiento, pues obligaría a valorar las acciones o participaciones, sin el auxilio de un mercado de valores como el bursátil (p. 26 de su Stellungnahme zu Ergänzungen des Entwurfs der Aktienrechtsnovelle 2012).

### **5. LA POSIBILIDAD DE UNA INDEMNIZACIÓN EN ACCIONES O PARTICIPACIONES EN LAS FUSIONES O ESCISIONES TRANSFRONTERIZAS**

La posibilidad de una indemnización en acciones ha sido prevista por el propio legislador comunitario con respecto a las fusiones y escisiones transfronterizas. Así, en la Directiva (UE) 2017/1132 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre determinados aspectos del Derecho de sociedades, tras su reforma mediante la Directiva (UE) 2019/2121<sup>62</sup>, se contempla que los estados miembros también podrán disponer que la sociedad resultante de la fusión transfronteriza pueda aportar acciones o participaciones u otra compensación en lugar del pago en efectivo (arts. 126ter.7 y 160decies.7). Parece, por tanto, que se adhiere el legislador comunitario a la fórmula austriaca que acabamos de exponer, de tal modo que corresponda a la sociedad optar, en lugar del pago en efectivo, por compensar a los socios mediante acciones o participaciones. Ello se ve más claro si se compara el texto definitivo de la Directiva citada con el de la Propuesta. Conforme a este último, el órgano jurisdiccional nacional estaba facultado para ordenar a la sociedad resultante de la fusión transfronteriza que aportara acciones adicionales en lugar del pago en efectivo de la indemnización, a petición de cualquiera de los socios perjudicados por la relación de canje inadecuada (la cursiva es nuestra) o de las sociedades que se fusionan (art. 126 bis.9).

## 6. RESULTADO

En conclusión, no hay ningún argumento para excluir, en general, la indemnización en acciones de la sociedad como remedio ante un acuerdo de la junta que cause los conocidos como daños a la participación. Ninguna de las objeciones expuestas es, como hemos visto, decisiva. Algunas de ellas se basan, además, en factores eventuales, que pueden darse o no. Existen inconvenientes más o menos difíciles de superar según las circunstancias de las sociedades y los términos de las operaciones realizadas. Pero, especialmente cuando esos problemas prácticos no se den, no se debe excluir la posibilidad de una indemnización en acciones. Así ocurriría, por ejemplo, cuando los socios enriquecidos fueran todos ellos, al mismo tiempo, responsables de los daños sufridos por los perjudicados<sup>63</sup>), de modo que no existieran, en esa sociedad en particular y con respecto a esa concreta operación, socios o terceros de buena fe que pudieran verse afectados.

Probablemente, reconocer la posibilidad de una indemnización en acciones como opción de la sociedad sea menos problemático que hacerlo como facultad del socio dañado. Es cierto que, conforme a las reglas generales de la responsabilidad civil, es el propio perjudicado quien tiene la facultad de elegir la modalidad de resarcimiento que prefiera, una indemnización in natura o en dinero<sup>64</sup>), pero afirmar esa libertad aquí implicaría aceptar la convivencia de diferentes fórmulas y ello multiplica los problemas, como hemos explicado. De lege lata, podría admitirse la indemnización en acciones como alternativa de la sociedad para eliminar la causa de impugnación, tal y como prevé la ley (art. 207.2 LSC), opción que privaría de objeto al procedimiento y conduciría, en caso de que ya se hubiera iniciado, a la terminación del mismo por la desaparición sobrevenida del objeto.

Naturalmente, lo anterior sin dejar de reconocer que la viabilidad de la indemnización en acciones como remedio, sea como opción de la propia sociedad o como facultad del socio desplazado, difícilmente se lograría, dejando aparte algún caso excepcional, sin una reforma de la legislación que contemple, al menos, esa posibilidad.

## VII. BIBLIOGRAFÍA CITADA

Alfaro, sub LSC (apartados 1 a 10), en Juste Mencía (coord.), Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014), Cizur Menor, 2015, pp. 155 a 217.

Alfaro, “El aumento de capital por compensación de créditos ¿una categoría sui generis entre el aumento mediante aportaciones dinerarias y no dinerarias?”, Derecho Mercantil, 8 de marzo de 2017, disponible en: <https://derechomercantiles pana.blogspot.com/2017/03/el-aumento-de-capital-por-compensacion.html>.

Alfaro, “El aumento de capital por compensación de créditos”, Almacén de Derecho, 8 de marzo de 2017, disponible en <http://almacenederecho.org/leccion-aumento-capital-compensacion-creditos/>.

Alfaro, “La exclusión de socios”, en Paz-Ares (coord.), Tratando de la sociedad limitada, Madrid, 1997, pp. 885 a 930.

Angelici, La società per azioni. I. Principi e problemi, Milán, 2012.

Bayer, “Fehlerhafte Bewertung: Aktien als Ausgleich bei Sachkapitalerhöhung und Verschmelzung?”, ZHR, n.º 172 (2008), pp. 24 a 41.

Beltrami, La responsabilità per danni da fusione, Turín, 2009.

Cabanas Trejo y Bonardell Lezcano, Fusión de sociedades, inscripción, impugnación y régimen contable. Fusiones simplificadas, especiales y transfronterizas, Barcelona, 2013.

Calabresi/Melamed, “Property Rules, Liability Rules and Inalienability: One View of the Cathedral”, Harvard Law Review, vol. 85 (1972), pp. 1089 a 1128.

Cerda Albero, “Rescisión concursal y modificaciones estructurales traslativas (SJM 2 Las Palmas de Gran Canaria 12.12.2011)”, ADCo, n.º 27 (2012), pp. 387 a 428.

Díaz Martínez, Remedios contra la fusión: impugnación y resarcimiento, Cizur Menor, 2016.

Drygala, sub § 53a, en el Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, I, 3.ª ed., 2011.

- Farrando, “La excepción de orden público a la caducidad de la acción de impugnación de acuerdos sociales”, en Piloñeta/Iribarren (coords.), Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Profesor José María Muñoz Planas, Cizur Menor, 2011, pp. 185 a 202.
- Fernández del Pozo, “La fase de ejecución (Escritura pública e Inscripción en el Registro. Impugnación”, en Rodríguez Artigas (dir.), Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles, I, Cizur Menor, 2009, pp. 645 a 720.
- Fleischer, sub §53a, en Schmidt/Lutter, AktG, 3.ª ed., Colonia, 2015.
- Gandía, “Derecho de suscripción preferente en el aumento de capital por compensación de créditos. A propósito de la SAP Madrid, de 26 de octubre de 2015 (AC 2016, 94)”, RdS, n.º 48 (2016), pp. 351 a 377.
- García de Enterría, “Los efectos de la declaración de nulidad de los acuerdos sociales”, RDM, n.º 290 (2013), pp. 141 a 169.
- Genovese, L’invalidità del atto de fusione, Turín, 1997.
- Girón Tena, Derecho de Sociedades, Parte General, Madrid, 1976.
- Guerrera, La responsabilità “deliberativa” nelle società di capitali, Turín, 2004.
- Guerrieri, “Limiti alla tutela reale e portata della tutela risarcitoria nell’ipotesi di scissione e di altre deliberazioni assembleari di s.p.a.”, Giur. Comm., 2007, II, pp. 341 a 368.
- Habersack, Die Mitgliedschaft –subjektives un ‘sonstiges’ Recht, Tubinga, 1996.
- Hüffer/Koch, AktG, 12.ª ed., Múnich, 2016.
- Iglesias Prada, “Sobre el aumento de capital por compensación de créditos”, Anales de la Academia Matritense del Notariado, tomo XXXIII, 1994, pp. 203 a 248.
- Kort, sub § 117, en GrossKommentar zum AktG, 4.ª ed., 2005, pp. 1508 y ss.
- Marín de la Bárcena, La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de sociedades de capital (art. 135LSA), Madrid, 2005.
- Martínez Flórez, sub art. 97, en Rojo-Beltrán, Comentario de la Ley de Sociedades de Capital, I, Cizur Menor, 2011, pp. 820 a 844.
- Massaguer, “Acerca de determinados aspectos de la reducción de capital en una sociedad anónima mediante reembolso a los accionistas que únicamente afecta a una parte de las acciones”, en Libro Homenaje a Fernando Sánchez Calero, III, Madrid, 2002, pp. 2367 a 2381.
- Massaguer, sub LSC (apartados 11 y 12), en Juste Mencía (coord.), Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014), Cizur Menor, 2015, pp. 217 a 229.
- Massaguer, “La propagación de la ineficacia de los acuerdos de la junta general de las sociedades de capital”, RDM, n.º 319, 2021 (consultada la versión electrónica).
- Maugeri, “Il danno da concambio ‘incongruo’”, Giur. Comm., 2015 (marzo-abril), pp. 308 a 329.
- Oleo Banet, La escisión de la sociedad anónima, Madrid, 1995.
- Pantaleón, sub art. 1902, Comentario del código civil, t. II, Madrid, 1991, pp. 1971 a 2003.
- Paz-Ares, “Aproximación al estudio de los squeeze-outs en el derecho español”, Actualidad Jurídica Uría & Menéndez, 2002, n.º 3, pp. 49 a 67.
- Paz-Ares, sub art. 1665, en Comentario del código civil, t. II, Madrid, 1991, pp. 1299 a 1333.

Pérez de la Cruz/Auriolés, La reducción de capital, en Uría/Menéndez/Olivencia, Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles, t. VII, vol. 3.º, Madrid, 1995.

Pérez Millán, “Los efectos de la sentencia de impugnación de aumentos de Capital”, en AAVV, El nuevo régimen de impugnación de los acuerdos sociales de las sociedades de capital, Madrid, 2015, pp. 523 a 542.

Recamán, “La responsabilidad de los administradores en relación con la determinación del tipo de canje en la fusión”, RdS, n.º 39 (2012), pp. 107 a 128.

Rojo, sub art. 208, en Rojo-Beltrán, Comentario de la Ley de Sociedades de Capital, I, Cizur Menor, 2011, pp. 1471 a 1479.

Sacchi, “Tutela reale e tutela obbligatoria della minoranza”, en Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, Turín, 2006, pp. 135 a 165.

Sánchez Ruiz, La facultad de exclusión de socios en la teoría general de sociedades, Cizur Menor, 2002.

Sánchez Ruiz, “Acuerdos impugnables y responsabilidad de la sociedad”, RDM, n.º 319, 2021 (consultada la versión electrónica).

Sánchez-Calero Guilarte, “La igualdad de trato de los accionistas: ¿un principio general?”, RdS, n.º 35 (2010), pp. 19 a 32.

Sánchez Andrés, El derecho de suscripción preferente del accionista, Madrid, 1973.

Sánchez Andrés, sub LSA, en Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles, Uría-Menéndez-Olivencia (dirs.), t. IV, vol. 1.º (La acción y los derechos del accionista), Madrid, 1994, pp. 97 a 246.

Sánchez-Calero Guilarte/Fernández Torres, “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (Oportunidad y acierto del art. 35 LME)”, Documento de trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense, 2011, disponible en [http://eprints.ucm.es/12628/1/Fusi%C3%B3n\\_apalancada-DT\\_38-2011.pdf](http://eprints.ucm.es/12628/1/Fusi%C3%B3n_apalancada-DT_38-2011.pdf).

Ventoruzzo, “Il risarcimento del danno da deliberazione assembleare invalida a favore dei soci di minoranza non legittimati a impugnare”, Rivista delle società, 2013, pp. 631 a 667.

Vetter, “Ausweitung des Spruchverfahrens. Überlegungen de lege lata und de lege ferenda”, ZHR, n.º 168 (2004), pp. 8 a 54.

Zöllner/Winter, “Folgen der Nichtigerklärung von durgeführten Kapitalerhöhungsbeschlüssen”, ZHR, n.º 158 (1994), pp. 59 a 100.

1 Más allá de simples referencias, más o menos breves, lo cierto es que nuestra doctrina ha prestado hasta el momento una atención muy escasa a esta clase de remedios. Con alguna excepción, como la monografía de Díaz Martínez, sobre Remedios contra la fusión: impugnación y resarcimiento, Cizur Menor, 2016, o el reciente e interesante artículo de Sánchez Ruiz, “Acuerdos impugnables y responsabilidad de la sociedad”, RDM, 2021, n.º 319 (consultada la versión electrónica), que la autora ha tenido la amabilidad de enviarme antes de su publicación en papel.

2 En este mismo sentido, Massaguer [sub art. 204LSC (apartados 11 y 12), en Juste Mencía (coord.), Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014), Cizur Menor, 2015, pp. 217 a 229, part. p. 224] defiende, refiriéndose al apartado segundo del artículo 204 LSC, que no se ha atribuido una acción de la que carecieran los socios, sino que se ha reconocido positivamente “unas vías de acción que tienen atribuidas con carácter general, como son (es) la acción de resarcimiento de los daños derivados del incumplimiento del contrato de sociedad concretado en el acuerdo impugnado (...)”. Más adelante en esa misma obra, en el comentario del artículo 206 LSC, afirma Massaguer, en la misma línea, que el reconocimiento del derecho al resarcimiento del daño del socio que no alcance la participación mínima para impugnar es “el recordatorio o salvaguarda de un derecho general que tiene todo socio a ser resarcido de los daños indemnizables que le cause la sociedad por razón de su actuación, incluidos los que deriven de un acuerdo impugnado, como corresponde con carácter general en nuestro Derecho de obligaciones en los casos de incumplimiento de contrato”. Sánchez Ruiz, “Acuerdos impugnables”, cit. (consultada la versión electrónica), estima en cambio que “el remedio de alcance general específicamente pensado para tutelar los intereses del socio minoritario es, claramente, la impugnación del acuerdo social, conforme al régimen previsto en la legislación aplicable a las sociedades de capital”, de modo que –continúa– “la ‘lógica legal’ no parece compatible con la atribución al socio de un derecho general a que su sociedad (anónima o limitada) le resarza los daños que pueda causarle cualquier acuerdo social, y menos aún como un remedio autónomo e independiente de la impugnación”. En Italia, una parte de la doctrina defiende el

carácter general de este remedio. Ello, sin embargo, no significa, como algunos autores de ese país han llegado a afirmar, que los socios legitimados para impugnar puedan ejercer la acción con idéntico alcance que los socios minoritarios que –por no alcanzar el umbral no del uno como en nuestro sistema, sino del cinco por ciento (art. 2377 CCiv)– carecen de tal poder (por ejemplo, Angelici, *La società per azioni. I. Principi e problemi*, Milán, 2012, p. 72). El carácter general del remedio indemnizatorio no supone, dicho con otras palabras, que la situación de los socios legitimados para impugnar sea idéntica a la de quienes no alcanzan el mínimo exigido. No lo es por la sencilla razón de que los primeros deben someterse a las reglas que coordinan el ejercicio de sendas acciones (vid. infra). La tesis más razonable es pues la de quienes admiten el ejercicio de la acción de daños por cualquier socio, pero sin dejar de ser conscientes de que el socio que puede impugnar no siempre disfruta de dicha acción con la extensión con la que lo hacen sin embargo los socios minoritarios. En sentido parecido, Ventoruzzo, “Il risarcimento del danno da deliberazione assembleare invalida a favore dei soci di minoranza non legittimati a impugnare”, *Rivista delle società*, 2013, pp. 631 a 667, part. p. 634, nap n.º 12. Entre nosotros, la distinta posición de unos y otros socios ha sido adecuadamente advertida por la mejor doctrina. “La diferencia entre la situación de unos y otros socios –en palabras del profesor Massaguer (sub art. 206 LSC, en Juste Mencía (coord.), *Comentario*, cit., p. 268)– radica por tanto en que los socios que tienen reconocida legitimación para impugnar pueden y deben promover conjuntamente la impugnación del acuerdo social y la reclamación de los daños en la misma demanda (aunque también podrán interponer esta última en un procedimiento posterior, por no ser de aplicación la preclusión prevista en el artículo 400LEC), con las consecuencias que, en caso de estimación, son propias de la declaración de ineficacia del acuerdo social impugnado y que (...) pueden entrañar una satisfactoria reparación del daño in natura que obvie la necesidad y procedencia de una reparación pecuniaria”.

3 “Property Rules, Liability Rules and Inalienability: One View of the Cathedral”, *Harvard Law Review*, vol. 85 (1972), pp. 1089 a 1128.

4 El deber de fidelidad limita, efectivamente, el ejercicio del derecho de voto del socio en la junta y justifica su responsabilidad personal. La libertad de los socios para tomar decisiones sobre los asuntos de la sociedad en la junta general es muy amplia pero no ampara, en particular, los comportamientos que, buscando un beneficio personal o para personas cercanas, o carentes por completo de una justificación societaria, causen daño a la sociedad o a los demás socios (art. 7 CC y 204.1 LSC). Así se reconoce mayoritariamente en los principales sistemas de nuestro entorno. Así, en Alemania, por ejemplo, Kort, sub § 117, en *GrossKommentar zum AktG*, 4.ª ed., 2005, pp. 1508 y ss.; Hüffer, sub §53a, *AktG*, 12.ª ed., Múnich, 2016, pp. 296 y 297, o Fleischer, sub §53a, en *Schmidt/Lutter, AktG*, 3.ª ed., Colonia, 2015, p. 809. En Italia, la mejor doctrina sigue los mismos pasos. Muchos autores no dudan en afirmar la responsabilidad de los socios de control por su voto en la junta basándose en el deber de buona fede y correttezza. Vid. Guerrero, *La responsabilità “deliberativa” nelle società di capitali*, Turín, 2004, p. 342.

5 Sobre ese derecho, la obra fundamental sigue siendo la de Sánchez Andrés, *El derecho de suscripción preferente del accionista*, Madrid, 1973. Vid. igualmente, del mismo autor, sub art. 48LSA, en *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Uría-Menéndez-Olivencia (dirs.), t. IV, vol. 1.º (La acción y los derechos del accionista), Madrid, 1994, pp. 97 a 246, part. pp. 197 y ss.

6 La Audiencia Provincial de Vizcaya (secc. 4.ª), mediante una sentencia reciente, de 26 de abril de 2019, consideró abusivo un aumento con derecho de preferencia. Para más ejemplos, vid. Alfaro, sub art. 204 LSC (apartados 1 a 10), en Juste Mencía (coord.), *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014)*, Cizur Menor, 2015, pp. 155 a 217, part. pp. 202 a 204.

7 Recordemos que hasta la entrada en vigor de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, los socios gozaban de derecho de suscripción preferente en los aumentos de capital por compensación de créditos y con aportaciones no dinerarias. El legislador suprimió, sin embargo, ese derecho mediante la Ley citada, aunque sin ser muy consciente ello, a tenor de la propia Exposición de Motivos de la misma. El fundamento concreto de la reforma del derecho de suscripción preferente se hallaba, según la propia Exposición de Motivos de la Ley, en la necesidad de adecuar su regulación a los pronunciamientos de la Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 18 de diciembre de 2008, en cuya virtud la Sala Primera de dicho Tribunal declaró que el Reino de España había incumplido las obligaciones impuestas por el artículo 29 de la Segunda Directiva de coordinación de las garantías exigidas a los Estados miembros en materia de sociedades, definidas en el apartado segundo del artículo 48 del Tratado, para hacerlas equivalentes en todos ellos (Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976), con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital social. Y ello, por otorgar derecho de suscripción preferente de acciones en los supuestos de aumento de capital social con aportaciones dinerarias “no sólo a los accionistas sino también a los titulares de obligaciones convertibles en acciones”; así como por atribuir el derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles en acciones “no sólo a los accionistas, sino también a los titulares de obligaciones convertibles pertenecientes a emisiones anteriores; además de por no prever que “la junta general pueda acordar la supresión del derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles en acciones”. Sin embargo, la modificación introducida por la Ley 3/2009 en la disciplina del derecho de suscripción preferente de los antiguos accionistas fue más allá de lo exigido por el Tribunal de Justicia en su sentencia, al limitar el reconocimiento de este derecho a los aumentos de capital social con emisión de nuevas acciones, ordinarias o privilegiadas, con cargo únicamente a aportaciones dinerarias, dejando fuera los supuestos en que dichos aumentos se llevan a cabo con cargo a aportaciones distintas de las dinerarias. De ese modo se explica que, actualmente, la ley solo reconozca expresamente derecho de preferencia en aquellas ampliaciones con emisión de nuevas acciones con cargo a aportaciones dinerarias.

8 Negando la existencia de derecho de preferencia en los aumentos con aportaciones distintas de las dinerarias y en particular en aquellos por compensación de créditos, entre la jurisprudencia más reciente, por ejemplo, la sentencia de la Audiencia Provincial de Pontevedra (secc. 1.ª), de 27 marzo de 2019. Antes, la sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (secc. 28.ª), de 6 de octubre de 2015.

9 Vid., defendiendo esa tesis, entre otros, Alfaro, “El aumento de capital por compensación de créditos”, 2017, en <http://almacendederecho.org/leccion-aumento-capital-compensacion-creditos/>. Con anterioridad, Iglesias Prada, “Sobre el aumento de capital por compensación de créditos”, *Anales de la Academia Matritense del Notariado*, tomo XXXIII, 1994, pp. 203 a 248. Hay resoluciones recientes de la DGSJFP, como la de 7 de febrero de 2020 (BOE n.º 77, de 26 de junio), que se separan de la línea seguida por ese organismo en algunas resoluciones anteriores y se adhieren a la tesis de la equiparación entre compensación de créditos y aportación

dineraria.

10 Una original postura es la que sostiene Gandía [“Derecho de suscripción preferente en el aumento de capital por compensación de créditos. A propósito de la SAP Madrid, de 26 de octubre de 2015 (AC 2016, 94)”, RdS, n.º 48 (2016), pp. 351 a 377], que acierta, a mi juicio, al buscar la solución por un camino distinto del de la equiparación de las aportaciones dinerarias con la compensación de créditos. Mucho mejor que aplicar en bloque el régimen de los aumentos con aportaciones no dinerarias es examinar cada una de las normas para determinar si existe identidad de razón suficiente para extenderlas al aumento por compensación de créditos (p. 367). Por lo que respecta al derecho de suscripción preferente, llega este autor a la conclusión de que tanto la norma que reconoce el derecho de preferencia, como aquella que regula los requisitos materiales para su exclusión, tienen una naturaleza procesal y un carácter, en buena medida, declarativo, dado que –afirma– su principal cometido es hacer explícitas unas reglas de distribución de la carga de la prueba en sede de impugnación que se hallan implícitas en la propia naturaleza de la impugnación (p. 371). Estoy de acuerdo; no obstante, en mi opinión, dado que disponemos de normas que explícitamente (en los aumentos dinerarios) reconocen derecho de preferencia y regulan los requisitos para su exclusión (arts. 304.1 y 308 LSC), la solución más sencilla me parece que sería extenderlas por analogía a todos los aumentos de capital con emisión de nuevas acciones. Asimismo, vid. sobre ello Alfaro, “El aumento de capital por compensación de créditos ¿una categoría sui generis entre el aumento mediante aportaciones dinerarias y no dinerarias?”, Derecho Mercantil, 8 de marzo de 2017, disponible en: <https://derechomercantiles.ana.blogspot.com/2017/03/el-aumento-de-capital-por-compensacion.html>.

11 El de igualdad de trato es un principio general del derecho de sociedades reconocido desde hace muchos años no solo entre nosotros sino más allá de nuestras fronteras y, en particular, rige en los países de nuestro entorno europeo, goce en ellos de reconocimiento legal expreso (como en Alemania) o no (como en Francia o Italia). Incluso lo ha sido expresamente por el propio legislador comunitario. En nuestro Derecho de sociedades se ha considerado como un principio fundamental desde antiguo, no solo con respecto a las sociedades de capital sino en general a todas las sociedades, mercantiles o civiles. Vid. Girón Tena, Derecho de Sociedades, Parte General, Madrid, 1976, p. 294; Sánchez Andrés, sub art. 48 LSA, cit., pp. 258 y ss., o Paz-Ares, sub art. 1665, en Comentario del código civil, t. II, Madrid, 1991, pp. 1299 a 1333, part. p. 1327, entre muchos otros. Y ello a pesar de no haber sido recogido expresamente como principio general hasta la entrada en vigor de la Ley 3/2009. Buena prueba de su importancia, ya antes de la reforma, son las palabras del Prof. Sánchez Andrés, que, en la obra citada más arriba, lamentaba, “sobre todo cuando se recuerda que el artículo 10 de la ley actual hace una llamada explícita a esos “principios configuradores de la sociedad anónima” que nuestro legislador no se haya decidido a formular expresamente el de paridad de tratamiento, sin duda alguna el más conocido y asimismo el de tratamiento y significación más general entre todos ellos” (p. 261). Más recientemente, sobre este principio, una vez aprobada la reforma que lo introdujo, Sánchez-Calero Guilarte, “La igualdad de trato de los accionistas: ¿un principio general?”, RdS, n.º 35 (2010), pp. 19 a 32, y Martínez Flórez, sub art. 97, en Rojo-Beltrán, Comentario de la Ley de Sociedades de Capital, I, Cizur Menor, 2011, pp. 820 a 844.

12 La propia junta puede también revocar el acuerdo o sustituirlo por otro (art. 204.2 LSC), salvo que el aumento ya esté inscrito en el Registro Mercantil.

13 Esta tesis predomina actualmente en la doctrina alemana. Entre nosotros, en esa línea, por ejemplo, Pérez Millán, “Los efectos de la sentencia de impugnación de aumentos de Capital”, en AAVV, El nuevo régimen de impugnación de los acuerdos sociales de las sociedades de capital, Madrid, 2015, pp. 523 a 542.

14 Comparto la tesis de que no es necesario que la sociedad adopte un acuerdo de reducción. El juez puede lograr ese efecto mediante la propia sentencia. Así, Pérez Millán, “Los efectos”, cit., p. 537.

15 Sobre ello, vid. Zöllner/Winter, “Folgen der Nichtigerklärung von durgeführten Kapitalerhöhungsbeschlüssen”, ZHR, n.º 158 (1994), pp. 59 a 100, part. pp. 65 a 67.

16 Al daño sufrido por los accionistas antiguos durante el período desde la eficacia del aumento hasta la fecha de efectos de la sentencia que estima la impugnación se refieren Zöllner y Winter (“Folgen”, cit., pp. 72 a 75), cuya indemnización a cargo de los socios que respaldaron en la junta el acuerdo ven justificada.

17 Vid., en cambio, Zöllner y Winter, (“Folgen”, cit., pp. 75 a 78), que no descartan la responsabilidad por ese daño sufrido por los suscriptores de las acciones. Responsabilidad que correspondería a los administradores por poner en circulación acciones contaminadas por el riesgo de la estimación de la impugnación del acuerdo, e incluso, a la propia sociedad.

18 En este sentido, Pérez Millán, “Los efectos”, cit., p. 534.

19 Así, en tal sentido, Rojo, sub art. 208, en Rojo-Beltrán, Comentario de la Ley de Sociedades de Capital, I, Cizur Menor, 2011, pp. 1471 a 1479, part. pp. 1474 y 1475, o García de Enterría, “Los efectos de la declaración de nulidad de los acuerdos sociales”, RDM, n.º 290 (2013), pp. 141 a 169, part. p. 159. En contra, Massaguer, “La propagación de la ineficacia de los acuerdos de la junta general de las sociedades de capital”, RDM, n.º 319 (2021), part. ap. IV.4.1 (consultada la versión electrónica).

20 Como el artículo 122 de la antigua Ley de Sociedades Anónimas, cuyo apartado primero establecía que “la sentencia que estime la acción de impugnación producirá efectos frente a todos los accionistas, pero no afectará a los derechos adquiridos por terceros de buena fe a consecuencia del acuerdo impugnado”.

21 La doctrina alemana que se ha ocupado de los efectos de la nulidad de los acuerdos de aumento de capital no duda en afirmar la responsabilidad personal de los propios socios por los daños derivados de dichos acuerdos. Así, en particular, Zöllner y Winter (“Folgen”, cit., part. pp. 72 a 78).

22 La necesidad de impugnar el acuerdo de la junta se ha justificado por un sector de la doctrina alemana como consecuencia del deber de salvamento que recaería sobre el socio dañado. Actualmente, la tesis que predomina consiste en que la necesidad de impugnación o no del acuerdo para ejercer la acción de daños debe juzgarse exclusivamente a la luz de las normas civiles sobre la disminución del daño/culpa del perjudicado contenidas en el § 254 BGB (vid., por todos, Drygala, sub § 53a, en el Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, I, 3.ª ed., 2011, p. 52, Rn. 134. En una línea similar, Habersack (Die Mitgliedschaft –subjektives un ‘sonstiges’ Recht, Tubinga, 1996 pp. 234 a 236) mantiene que cabe reclamar la indemnización de los daños, aunque no se impugne. La única consecuencia que tendría la falta de

impugnación sería la reducción de la indemnización en la medida de los daños que la misma hubiese eliminado, de acuerdo con el citado § 254 BGB.

23 Sobre esta cuestión se han sostenido diversas posturas. Algunos autores consideran, efectivamente que accionistas interesados son ambos grupos, tanto aquellos que experimentan la amortización o reducción del nominal de sus acciones como los que no (entre otros, Pérez de la Cruz/Aurioles, *La reducción de capital*, en *Uría/Menéndez/Olivencia*, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. VII, vol. 3.º, Madrid, 1995, p. 74). Otros en cambio estiman que solo uno de los grupos de accionistas puede padecer el trato desigual y por eso solo sería necesario el acuerdo separado de dicho grupo de accionistas (Massaguer, “Acerca de determinados aspectos de la reducción de capital en una sociedad anónima mediante reembolso a los accionistas que únicamente afecta a una parte de las acciones”, en *Libro Homenaje a Fernando Sánchez Calero*, III, Madrid, 2002, pp. 2367 a 2381, part. 2374).

24 El régimen es aún más restrictivo en Italia y Alemania. El Codice Civile italiano excluye (desde 1991) la impugnación de las fusiones y escisiones de sociedades una vez que fueron adecuadamente registradas (art. 2504 quater y 2506 ter) y prevé en compensación el derecho de los socios o terceros al resarcimiento del daño experimentado. Regla que se ha extendido (2003) a las transformaciones (art. 2500 bis), así como a los aumentos y reducciones del capital y a la emisión de obligaciones en las sociedades abiertas (art. 2379 ter). Conforme al derecho alemán, no es posible la impugnación de la fusión inscrita y ni siquiera cabe la del acuerdo de fusión de la absorbida antes de su inscripción si se basa en el cálculo incorrecto del tipo de canje (§ 14.2 UmwG).

25 Que se trata de un daño directo y no reflejo no ofrece duda (en este sentido, Beltrami, *La responsabilità per danni da fusione*, Turín, 2009, pp. 218 y ss.). Atribuir este último carácter al daño complica innecesariamente la tutela del minoritario: sería dudoso que el socio pudiese actuar directamente; la sociedad estaría legitimada activamente para reclamar la responsabilidad, con el inconveniente adicional de que podría haberse extinguido como consecuencia de la operación, de modo que el ejercicio de esa acción correspondiera a la sociedad absorbente o a la nueva sociedad. Por esa razón, la tesis más convincente es aquella que defiende el carácter directo del daño experimentado por los socios, aunque debemos reconocer que en la doctrina no existe unanimidad; un sector de las doctrinas italiana y alemana sostiene lo contrario. Guerrero lo considera un daño reflejo, pero sin que ello le impida reconocer a los socios perjudicados la facultad de reclamar para sí una indemnización (*La responsabilità*, cit., pp. 295 y ss.). Sobre ello, más recientemente, Maugeri, “Il danno da concambio “incongruo””, *Giur. Comm.*, 2015 (marzo-abril), pp. 308 a 329, part. pp. 313 y 314. Para Sacchi (“Tutela reale e tutela obbligatoria della minoranza”, en *Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, Turín, 2006, pp. 135 a 165, part. p. 158), se trata de un daño directo que al mismo tiempo incide sobre una posición de carácter colectivo.

26 Así, Díaz Martínez, *Remedios*, cit., p. 255.

27 En Italia, lo corrobora Beltrami (*La responsabilità*, cit., p. 192), que tras repasar la jurisprudencia (recaída hasta el año 2008) llega a la conclusión de que la práctica totalidad de las acciones de responsabilidad se basan en el daño sufrido a consecuencia de la fijación incorrecta del tipo de canje.

28 En Italia, existe jurisprudencia reciente de la propia Corte di Cassazione en ese mismo sentido: sentencias de 21 julio de 2016 (sez. I Civile, n.º 15025) y de 20 de abril de 2020 (sez. I Civile, n.º 7220). Mediante esta última, afirma la Corte, citando a la primera, que “non esiste, dunque, un unico rapporto di cambio esatto, dovendo tale rapporto essere determinato all’interno di una ragionevole banda di oscillazione: con la conseguenza che ‘la nozione di congruità finisce per ammettere una pluralità di concambi, i quali, entro il menzionato accettabile arco di oscillazione, sono tutti soddisfacenti dal punto di vista del legislatore’”.

29 Ello sin perjuicio de que, si los estatutos o la propia junta así lo acuerda, pueda el socio que se considere perjudicado por la relación de canje establecida, solicitar que se someta al Registrador mercantil del domicilio social la designación de experto independiente que fije la cuantía de la indemnización compensatoria (art. 38 II LMESM). No es, sin embargo, esa una previsión habitual en la práctica.

30 Su artículo 126 bis.6 dispone que “los Estados miembros podrán disponer asimismo que la relación de canje de las acciones o participaciones establecida en dicha decisión sea válida respecto de cualesquiera socios de la sociedad que se fusiona afectados que no tenían o no ejercieron su derecho a enajenar sus acciones o participaciones”.

31 Es la sociedad la que debe pagar la compensación prevista en caso de fijación incorrecta del tipo de canje, conforme al derecho alemán. V. § 14 UmwG.

32 La responsabilidad de la sociedad tiene un fundamento distinto del que algunos autores le asignan. No se trata de una responsabilidad derivada de la imputación a la sociedad de los actos de los administradores ex artículo 38 CC. Con respecto a esa hipotética acción, de cuya existencia dudamos, se ha afirmado que no cabe pues perjudicaría la seguridad jurídica. Vid. Oleo Banet, *La escisión de la sociedad anónima*, Madrid, 1995, pp. 235 y 236, y siguiéndolo, Marín de la Bárcena, *La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de sociedades de capital* (art. 135 LSA), Madrid, 2005, p. 287.

33 Algunos autores no solo defienden la responsabilidad de los votantes sino son incluso favorables a que la misma se satisfaga no en dinero sino mediante la entrega de acciones o participaciones de la sociedad, dado que ello permite sortear una gran parte de los inconvenientes que comporta esa modalidad de reparación cuando es la propia sociedad la que debe satisfacerla. Por ejemplo, Maugeri, que admite la indemnización en acciones si la demanda se dirige contra el socio de control que hubiese cometido un ‘abuso’ deliberativo (“Il danno”, cit., p. 328).

34 Entre nosotros, admite esa posibilidad Cerda Albero, “Rescisión concursal y modificaciones estructurales traslativas (SJM 2 Las Palmas de Gran Canaria 12.12.2011)”, *ADCo*, n.º 27 (2012), pp. 387 a 428 (publicado asimismo en [https://www.cuatrecasas.com/media\\_repository/docs/esp/rescicion\\_concursal\\_y\\_modificaciones\\_estructurales\\_traslativas\\_\(sjm\\_2\\_las\\_palmas\\_de\\_gc\\_12.12.2011\)\\_277.pdf](https://www.cuatrecasas.com/media_repository/docs/esp/rescicion_concursal_y_modificaciones_estructurales_traslativas_(sjm_2_las_palmas_de_gc_12.12.2011)_277.pdf), part. pp. 40 y 41), si bien advirtiendo de los problemas prácticos que conllevaría. Más reticente es Fernández del Pozo, “La fase de ejecución: Escritura pública e Inscripción en el Registro. Impugnación”, en *Rodríguez Artigas* (dir.), *Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles*, I, Cizur Menor, 2009, pp. 645 a 720, part. pp. 709 y 710.

35 Ello no constituye una excepción. Para el derecho alemán, v. § 8 I UmwG.

36 Vid. el apartado 24 de la reciente sentencia BGH de 06.11.2018 - II ZR 199/17.

- 37 Entre otros, Marín de la Bárcena, La acción individual, cit., pp. 285 y 286, y Recamán, “La responsabilidad de los administradores en relación con la determinación del tipo de canje en la fusión”, RdS, n.º 39 (2012), pp. 107 a 128 (part. apartado III A).
- 38 Algunos autores niegan la responsabilidad de la sociedad. Así, por ejemplo, Marín de la Bárcena, que es favorable a la responsabilidad de los administradores, considera que la tutela de los socios frente a la sociedad se realiza, con carácter exclusivo y excluyente, mediante la impugnación de los acuerdos de fusión o escisión y la impugnación de la propia modificación estructural (La acción individual, cit., p. 286).
- 39 En este sentido, Guerrieri, “Limiti alla tutela reale e portata della tutela risarcitoria nell’ipotesi di scissione e di altre deliberazioni assembleari di s.p.a.”, Giur. Comm., 2007, II, pp. 341 a 368, part. p. 349.
- 40 Así, Quijano/Esteban Ramos, “Tutela de los acreedores: la responsabilidad de las sociedades que participan en la escisión”, en AAVV, Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, t. II, Cizur Menor, 2009, pp. 553 a 626, part. pp. 581 y 582. En ese sentido, aunque teniendo en cuenta la legislación anterior, Esteban Ramos, Los Acreedores Sociales ante los Procesos de Fusión y Escisión de Sociedades Anónimas: Instrumentos de Protección, Cizur Menor, 2007, pp. 338 y 339.
- 41 De acuerdo con el artículo 2506 quater del Codice Civile. Vid., sobre ello, la reciente sentencia del Tribunale di Torino, de 18 de octubre de 2019.
- 42 Aquí nos circunscribimos, por razones obvias, a los supuestos de salida de socios como resultado de un acuerdo de la junta general, aunque existen otros expedientes que desembocan en la salida forzada de los socios, como los squeeze-outs en las sociedades cotizadas, que obligan a los socios a vender sus acciones al accionista mayoritario si este hubiera formulado una oferta pública dirigida a la totalidad de los valores y así lo dispusiese (art. 47.1 Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores).
- 43 Vid. Farrando, “La excepción de orden público a la caducidad de la acción de impugnación de acuerdos sociales”, en Piloñeta/Iribarren (coords.), Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Profesor José María Muñoz Planas, Cizur Menor, 2011, pp. 185 a 202, part. p. 199, que incluye entre los acuerdos contrarios al orden público, por su causa o contenido, aquellos que amorticen las acciones del socio negándole injustamente la restitución de su valor.
- 44 Por todos, Alfaro, “La exclusión de socios”, en Paz-Ares (coord.), Tratando de la sociedad limitada, Madrid, 1997, pp. 885 a 930, part. p. 913, y Sánchez Ruiz, La facultad de exclusión de socios en la teoría general de sociedades, Cizur Menor, 2002, p. 261.
- 45 Sánchez Ruiz, Exclusión, cit., p. 262.
- 46 En el caso de que se admita la validez de tal cláusula, como con buen criterio defiende un sector de nuestra doctrina y algunos tribunales. No obstante, hay que reconocer que sobre el carácter imperativo o no del criterio del valor razonable no existe una postura unánime sino diversidad de opiniones en la doctrina y jurisprudencia.
- 47 Vid. Paz-Ares, “Aproximación al estudio de los squeeze-outs en el derecho español”, Actualidad Jurídica Uría & Menéndez, 2002, n.º 3, pp. 49 a 67, part. pp. 54 a 59.
- 48 La posibilidad de una indemnización en acciones de la sociedad ha sido estudiada en otros países, especialmente con respecto a la fusión y dirigida la acción contra la sociedad. Algunos autores alemanes son favorables a la compensación en acciones a cargo de la sociedad (por. ej. Vetter, que propone que se reconozca como facultas alternativa de la sociedad: “Ausweitung des Spruchverfahrens. Überlegungen de lege lata und de lege ferenda”, ZHR, n.º 168 (2004), pp. 8 a 54, part. pp. 40 y ss., o Bayer, “Fehlerhafte Bewertung: Aktien als Ausgleich bei Sachkapitalerhöhung und Verschmelzung?”, ZHR, n.º 172 (2008), pp. 24 a 41. En el mismo sentido, destaca la posición expresada en varias ocasiones por el Deutscher Anwaltverein. La última vez, en el año 2012, con motivo de la reforma de la ley de anónimas de ese mismo año, mediante su “Stellungnahme des Deutschen Anwaltvereins durch den Ausschuss Handelsrecht zu Ergänzungen des Entwurfs der Aktienrechtsnovelle” (disponible en: [https://anwaltverein.de/de/newsroom?newscategories=3&category=31&page\\_n27=2](https://anwaltverein.de/de/newsroom?newscategories=3&category=31&page_n27=2)). En la doctrina italiana, no existe unanimidad. Es favorable a la posibilidad de una indemnización en acciones, si bien siempre que la demanda se dirija contra el socio de control que hubiese cometido un ‘abuso’ deliberativo, por ejemplo, Maugeri, “Il danno”, cit., pp. 326 a 329. Destaca este autor que la reparación in natura tiene la ventaja de evitar la distracción de recursos de la sociedad para pagar las indemnizaciones (pp. 326 y 327) y rechaza, entre otras, la alegación de que dicha solución se oponga a la irreversibilidad de los efectos de la fusión (p. 327). En contra, en cambio, Beltrami, La responsabilità, cit., pp. 86 a 89 y 238 y ss.
- 49 Así, como explicamos en la nota anterior, Maugeri (“Il danno”, cit., pp. 326 y 327). Esta ventaja de la indemnización en acciones es valorada especialmente por el Deutscher Anwaltverein en su Anlage zur Stellungnahme zu Ergänzungen der Aktienrechtsnovelle 2012, que pone de relieve el riesgo de que las indemnizaciones en metálico perjudiquen la liquidez de la sociedad hasta el punto de amenazar su misma existencia (p. 15).
- 50 Prueba de ello es que, hasta donde sabemos, los autores que, especialmente con respecto a la fusión de sociedades, han contemplado esta posibilidad la rechazan. Vid., entre otros, Cabanas Trejo y Bonardell Lezcano, Fusión de sociedades, inscripción, impugnación y régimen contable. Fusiones simplificadas, especiales y transfronterizas, Barcelona, 2013, p. 386, o Díaz Martínez, en “La acción resarcitoria posfusión”, RDM, n.º 302 (2016), pp. 149 a 204, part. pp. 200 y ss., así como en Remedios, cit., pp. 553 a 555.
- 51 Descarta esa opción la mayoría de la doctrina alemana. Así, entre otros, Vetter, “Ausweitung des Spruchverfahrens”, cit., pp. 40 y 41. Beltrami contempla una acción de enriquecimiento frente a los socios en la medida del daño que subsista tras la indemnización de la sociedad, pero se muestra muy reticente y la descarta completamente con respecto a las sociedades de grandes dimensiones (La responsabilità, cit., pp. 240 a 245).
- 52 Por razones de economía del lenguaje, aquí y en otros lugares, utilizamos la expresión indemnización en acciones en lugar de indemnización en acciones o participaciones.
- 53 Así, por ejemplo, Beltrami rechaza tajantemente esa posibilidad, entre otras razones porque supondría modificar ex post las condiciones de la fusión y en particular uno de los elementos fundamentales considerados para prestar su consentimiento la mayoría de los socios en las juntas generales de cada una de las sociedades implicadas (La responsabilità, cit., pp. 86 a 89 y 239). Asimismo, Genovese, L’invalidità del atto di fusione, Turín, 1997, p. 101.

54 Maugeri responde a esa objeción (“Il danno”, cit., pp. 327 y 328) advirtiendo de que no afecta a los supuestos en los que la acción no se dirija contra la sociedad sino contra el socio de control en el caso de un abuso deliberativo cometido en perjuicio de la minoría.

55 Con respecto a la fusión, se discute en nuestra doctrina acerca de si la incorrecta fijación del tipo de canje permite la impugnación de la operación una vez eficaz. En contra, entre otros, Díaz Martínez, Remedios, cit., p. 263. Con alguna duda, Sánchez-Calero Guilarte/Fernández Torres, “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (Oportunidad y acierto del art. 35 LME)”, Documento de trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense, 2011, disponible en [http://eprints.ucm.es/12628/1/Fusi%C3%B3n\\_apalancada-DT\\_38-2011.pdf](http://eprints.ucm.es/12628/1/Fusi%C3%B3n_apalancada-DT_38-2011.pdf), p. 38.

56 Vid. infra.

57 En este sentido, Díaz Martínez, Remedios, cit., pp. 430 y 431.

58 La propuesta del Ausschuss Handelsrecht del Deutschen Anwaltvereins (Stellungnahme zu Ergänzungen des Entwurfs der Aktienrechtsnovelle 2012) consiste justamente en reconocer a la sociedad la facultad de sustituir la indemnización en dinero por la entrega de acciones. En ese sentido, igualmente, Vetter, “Ausweitung des Spruchverfahrens”, cit., pp. 40 y ss. Un comentario de la propuesta (versión del año 2007) en Bayer (“Fehlerhafte Bewertung”, cit., passim), que no ve dificultades en que la indemnización en acciones constituya no una opción de la sociedad, como figura en la citada propuesta del Deutscher Anwaltverein, sino un derecho del socio perjudicado (v. part. pp. 39 a 41).

59 Me refiero a la citada Stellungnahme zu Ergänzungen des Entwurfs der Aktienrechtsnovelle 2012.

60 Así, Maugeri, “Il danno” cit., pp. 328 y 329.

61 Asimismo, Vetter, “Ausweitung des Spruchverfahrens”, cit., pp. 48 y ss.

62 Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 por la que se modifica la Directiva (UE) 2017/1132 en lo que atañe a las transformaciones, fusiones y escisiones transfronterizas.

63 V. Maugeri, “Il danno”, cit., p. 328.

64 Por todos, Pantaleón, sub art. 1902 CC, Comentario del código civil, t. II, Madrid, 1991, pp. 1971 a 2003, part. pp. 2001 y 2002.